OBSERVATORIO
IEB - INVERSIÓN
Tendencias en la gestión del patrimonio y el ahorro

Con la colaboración de:

BBVA ASSET MANAGEMENT

M&G INVESTMENTS

Schroders

J.P.Morgan Asset Management

MIRABAUD 1819

INVERSIÓN & finanzas.com

IEB INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSÁTILES

Nueva hoja de ruta para el Ahorro: Retos y Propuestas

Miguel Ángel Bernal Alonso | Sergio Miguez Martín

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN IEB

WP-2015-1008-TA

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

ÍNDICE

Decálogo para el ahorro a largo plazo 2

1. Introducción: Entorno Actual del Ahorro 4

A) Quantitative Easing 4

B) Pensiones, cómo ahorrar a largo plazo 7

C) Inmobiliario 9

2. Necesidades del Ahorrador Español en el contexto actual 10

A) Horizonte temporal 10

B) Planificación 12

C) Necesidades de asesoramiento y cultura financiera 15

D) Riesgo 17

E) Limitaciones 20

F) Gestor de activos vs. Gestor de patrimonio 21

G) Productos en el mercado Español 23

H) Fondos de inversión como vehículo a la medida del ahorrador:
Cuáles pueden ser los fondos más adecuados en el contexto actual de mercados 25

Anexo 1. Revisión del Contexto internacional de los Ahorradores 32

A) Alemania 32

B) Italia 37

C) Estados Unidos 44

D) Reino Unido 52

Bibliografía 56

Los Autores 57

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Decálogo para el ahorro a largo plazo

En la actualidad la familia española, por diferentes motivos, se enfrenta a una serie de necesidades futuras: jubilación, dependencia, estudios de los hijos, liquidez para prevenir gastos inesperados, etc., los cuales deberán ser cubiertos a través del ahorro y el rendimiento generado por el mismo.

La composición actual del patrimonio de las familias no parece que pueda responder a estas necesidades futuras, el cortoplacismo de las inversiones y la inversión masiva en activos inmobiliarios siguen siendo dos factores que se interponen en el camino.

Para tratar de solucionar esta problemática, a continuación se resumen, a modo de decálogo, los diez pasos básicos, para que las familias españolas puedan llegar a lograr este objetivo:

PRINCIPIOS

1. Ahorre a largo plazo:

- Piense en su futuro.
- Comience lo antes posible.
- Incluya el ahorro en su presupuesto familiar.

2. Planifique

- Determine rigurosamente cuál es su situación patrimonial.
- Considere su capacidad de generación de rentas.
- Pregúntese: ¿Cuáles son sus objetivos al ahorrar?

3. Busque a un asesor

- Cuente con el apoyo indispensable de asesores y planificadores financieros de su confianza.
- Acuda a ellos durante todo el proceso inversor.
- Exija la máxima información y transparencia.

ACCIONES

4. Defina su horizonte temporal

- Invierta en base a los plazos y riesgo que pueda soportar para conseguir sus objetivos planteados.
- Piense que el verdadero riesgo para un ahorrador es no cumplir con sus propósitos.
- Tenga siempre presente el largo plazo , no se deje influir por las ultimas noticias.

5. Diversifique

- La diversificación rebaja el riesgo.
- Utilice una variedad de activos, mercados y zonas geográficas.

6. Mantenga una liquidez de emergencia

- Guarde una cantidad suficiente para cubrir imprevistos.
- Disponga de esa liquidez en caso de necesidad y no de otras inversiones.

7. Sea disciplinado

- Revise y ajuste dinámicamente su cartera
- Reduzca los activos de riesgo con el transcurso del tiempo.

8. Aporte periódicamente

- Mantenga su plan de inversión a lo largo del tiempo.
- Realice aportaciones periódicas, potencian los resultados y disminuyen los riesgos.

CONCLUSIONES

9. Valore correctamente los resultados

- Sacrifique la certeza de los rendimientos a corto por el potencial de los resultados a largo.
- Considere el impacto de la inflación.
- Disminuya su factura fiscal.

10. Seleccione los productos adecuados

- Piense que los fondos de inversión ofrecen grandes ventajas.
- Diversifique para configurar su cartera.
- Diríjase a productos regulados.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

1. Introducción: Entorno actual del ahorro

En nuestro anterior estudio titulado "**España: Una nueva hoja de ruta para el ahorro**" se introdujeron conceptos básicos sobre el ahorro y se realizó un análisis comparado entre las pautas del ahorrador español y el de otros países (como EE.UU., Reino Unido o Alemania). Tradicionalmente, el ahorrador español ha marcado cierta diferencia con respecto al de países de nuestro entorno (o con aquellos más avanzados, como sería el caso de EE.UU.) por su preferencia por la vivienda, y entre los activos financieros, por su elevada asignación a los depósitos bancarios. Además, nuestro ahorrador medio tiene un horizonte temporal bastante más cortoplacista y tiende a buscar la máxima seguridad en su inversión. En el estudio previo, también llamaba la atención el bajo nivel de ahorro destinado a complementar la previsión social. El incremento de la esperanza de vida, unido a una pirámide poblacional desfavorable y, en el caso particular de España, la compleja situación de su mercado laboral, plantean definitivamente la necesidad de reforzar el ahorro privado. Pero la pregunta aquí es, ¿cómo hacerlo y hacia qué instrumentos?

El objetivo de este nuevo estudio consiste en profundizar en cómo enfrentarse a los retos impuestos por la "**Nueva hoja de ruta para el ahorro**" y tratar de aportar ideas concretas. Para ello, primero se introduce el entorno actual del ahorro y, a continuación, se analizan en un segundo bloque, las necesidades y parámetros básicos a los que se enfrenta el ahorrador español. Con el objetivo de que el estudio sea lo más práctico posible, hemos presentado al principio del mismo, un **decálogo** que resume los principales consejos para la inversión a largo plazo. Finalmente, en el Anexo 1 se describe el contexto internacional para ayudar a identificar cómo se afrontan los retos del ahorro en otros países.

A) QUANTITATIVE EASING

Con la expresión *Quantitative Easing* o expansión cuantitativa, en adelante "QE", se hace alusión a una de las expresiones más utilizadas por los analistas de los mercados financieros desde la gran crisis de 2008.

Se trata de una acción de intervención directa en los mercados por parte de los bancos centrales que compran determinadas cantidades de activos financieros, mayoritariamente bonos, insuflando con ello grandes sumas de liquidez al sistema, todo ello a costa de expandir el tamaño de sus balances. Dicho de otro modo, es una medida no convencional de política monetaria, que se aplica, a modo de tratamiento de choque, con el objetivo de estimular a las economías cuando las medidas convencionales ya no son suficientemente efectivas para contener la crisis. Esto

ocurre cuando la operativa tradicional de fijación de los tipos de interés ya no tiene margen de actuación, dado que los tipos se encuentran ya muy próximos a cero.

Al liberar recursos adicionales a la economía, incrementando la base monetaria (o dinero potencial de una economía), el QE contribuye a aliviar el coste de la financiación para los Estados y empresas. Sirva de ejemplo el caso de la Reserva Federal de los EE.UU., que ya situó los *Fed Funds* en el 0% en el primer trimestre de 2009.

Tratar de anticipar cuáles puedan ser las consecuencias de la aplicación de este tipo de medidas no es fácil, ya que nos enfrentamos a un territorio prácticamente inexplorado hasta el momento. De hecho, frente a algunos pronósticos de subida en las expectativas sobre la inflación futura, se observa que éstas se mantienen aún ancladas en niveles relativamente bajos en los países desarrollados. Precisamente, con el objetivo de evitar que se materializase un riesgo de deflación, el Banco Central Euroepeo (BCE) se unió finalmente también al "club del QE" en marzo de 2015 con su denominado *expanded asset purchase programme*. Mediante este programa, el BCE se plantea comprar activos en los mercados a un ritmo de 60.000 millones de euros de media al mes y hasta septiembre de 2016. Además, este programa puede ser prorrogado si las circunstancias así lo exigieran. Por otra parte, la posibilidad de que el BCE llegase a situar la facilidad de depósito incluso por debajo del actual -0,20%, movilizaría aún más dinero al sistema y permitiría ampliar el tramo de bonos "comprables", ya que estos deben ofrecer una rentabilidad mínima (potencialmente negativa) que se halla limitada por el nivel fijado en dicha facilidad de depósito.

A los efectos de lo que nos interesa en este estudio, tras el tiempo transcurrido en la aplicación de medidas no convencionales, ¿cuáles son las consecuencias más relevantes que observamos para los mercados y activos financieros, y por ende para el ahorrador?

- **Apreciación sustancial y generalizada de los activos financieros** (tanto de bonos como de acciones).
- **Niveles de rentabilidad extraordinariamente bajos en renta fija**, incluso negativos, no sólo en términos reales sino también nominales, en algunos tramos de las curvas soberanas de países desarrollados. De hecho, algunos emisores vienen financiándose incluso a tipos negativos en varias de las referencias de su curva de rendimientos. Tratando de hacer un símil, financiar a tipos negativos sería como trabajar por cuenta ajena sin cobrar remuneración alguna por ello, o incluso aún peor, sería como pagar por ir a trabajar.
- **Búsqueda "intensa" de rentabilidad**, lo que ha generado una fuerte demanda de papel con riesgo de crédito. Los diferenciales de crédito se han estrechado hasta niveles muy ajustados.
- En general, por ello nos atrevemos a decir que, **la renta fija se ha convertido en un mercado de gran atractivo para los emisores, y no tanto para los inversores**.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- Tampoco es descartable que el actual entorno para el ahorro pueda contribuir a una incipiente **formación de burbujas** en determinados mercados, o segmentos del mercado, como sería la propia deuda soberana. Algunos observadores temen que la inflación en los precios de ciertos activos, unida a un incremento en los niveles de deuda, pueda acabar desembocando en otra crisis de mercado.

- El comportamiento favorable de los activos durante ya varios años (conocido como "efecto retrovisor"), unido a una reducción en las expectativas de retorno futuro, están conduciendo a una **paulatina disminución en el grado de aversión al riesgo**.

- Se constata la existencia de **flujos de inversión hacia productos de mayor perfil de riesgo** (por ejemplo, hacia fondos mixtos y de renta variable), aunque la gran rotación desde la renta fija hacia la renta variable sigue pendiente de materializarse.

- También se inicia una **incipiente rotación hacia otras inversiones alternativas** potencialmente generadoras de rentas (regreso a inversiones inmobiliarias, inversiones reales, fondos multiactivo de retorno absoluto, etc.).

- En suma, se nos presenta un **entorno extraordinariamente complejo para aquellos inversores con un perfil de riesgo más conservador:** ya no encuentran rentabilidad atractiva en los depósitos bancarios y para ello en adelante, solamente podrán alcanzar sus objetivos a costa de asumir mayores dosis de riesgo. Como decíamos en el decálogo inicial, habrá que sacrificar la certeza de los rendimientos a corto plazo, por un potencial mayor de rentabilidad a largo plazo. Conviene destacar aquí el caso de las personas jubiladas, cuyas opciones de inversión ya se ven limitadas por su horizonte temporal más corto.

Tanto banqueros centrales como analistas tratan de vislumbrar un escenario de vuelta a la normalidad (en crecimiento, deuda, tipos, etc.), pero tratar de definir hoy lo que realmente se entiende por una "normalización" plantea también serias dudas. Parece que los parámetros habituales o valores de equilibrio de variables básicas como serían los tipos de interés o la TIR de los bonos soberanos están sujetos a una clara revisión. Si no somos capaces de reconocer dónde debería estar la tasa libre de riesgo, se nos genera también un problema para valorar el resto de activos. Nos hallamos en un mundo económico y en unos mercados financieros en los que hay gran dependencia de los banqueros centrales. Si se nos admite la comparación, esto sería como una gran carrera ciclista en la que todos los corredores participan sin respetar restricción alguna por dopaje. En consecuencia, en este entorno no será tarea fácil para el inversor individual el manejarse con sus inversiones. Por tanto, el inversor medio necesitará de un buen asesor que le ayude a navegar en los escenarios de la "nueva normalidad". Este asesor deberá contar con las herramientas adecuadas para construir una cartera diversificada de inversión que se ajuste a sus verdaderas necesidades y que le ayude a navegar en estas aguas turbulentas[1].

[1] Ver apartado 3.i. "Gestor de activo vs Gestor de patrimonio" para un mayor detalle sobre la función de asesores y de gestores.

B) PENSIONES, CÓMO AHORRAR A LARGO PLAZO

A menudo se habla de los defectos del sistema de pensiones en España y también sobre la necesidad de plantear reformas estructurales de calado en el mismo. La progresiva reducción durante los últimos tres años del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, popularmente conocida como la "hucha de las pensiones", abre la posibilidad de tener que reaccionar con medidas de emergencia.

En realidad, el sistema de pensiones español es un sistema de reparto que se adaptaba bien a los parámetros propios de hace 30 años, cuando había casi tres cotizantes por jubilado y una esperanza de vida de quince años en el momento de la jubilación. En la actualidad, las circunstancias han cambiado de forma que ahora poco más de dos cotizantes (2,29) sustentan la pensión de cada jubilado. De esta forma, los cotizantes deberían aportar durante cuarenta años para sostener una pensión que represente el doble de la cotización durante la esperanza de vida del jubilado, que ahora ya es superior a los veinte años. Sin embargo, los años de cotización han disminuido, en buena medida por las jubilaciones anticipadas, al mismo tiempo que los años de percepción han aumentado por la mayor esperanza de vida. Además, el número de cotizantes por pensionista disminuye año tras año, no sólo por la crisis , sino también por el envejecimiento de la población.

La reforma estructural del sistema a emprender debería empezar por informar claramente a los ciudadanos sobre el importe completo de sus cotizaciones sociales. Informar sin ambages sobre la realidad del problema tendría todo el sentido para concienciar debidamente a la población. En algunos países de nuestro entorno, como sería el caso de Italia, el importe de la pensión depende directamente de unos coeficientes de transformación que se calculan en función de la esperanza de vida. En concreto, el sistema de pensiones italiano descansa en tres pilares:

a) Un sistema público de reparto basado en el principio de cuentas nocionales;

b) Un sistema de capitalización complementario articulado a través de las empresas; y

c) Un sistema privado de carácter voluntario.

En el sistema público de pensiones italiano, cada individuo acumula sus cotizaciones en una cuenta virtual, cuyo rendimiento dependerá del crecimiento medio del PIB de la economía durante los últimos cinco años. Cuando el individuo se jubila, la prestación se traduce en una renta vitalicia anual, basada en el saldo acumulado en sus cuentas individuales, y en un factor de conversión que depende negativamente de la esperanza de vida específica de la cohorte que se jubila ese año y positivamente de la edad de jubilación. Las pensiones se revalorizan exclusivamente según la evolución de los precios. Al mismo tiempo que se introdujo este sistema de cuentas nocionales, también se buscó fomentar la contribución a fondos de pensiones privados, mediante la introducción de incentivos fiscales, que se ampliaron en 2004 y en 2007.

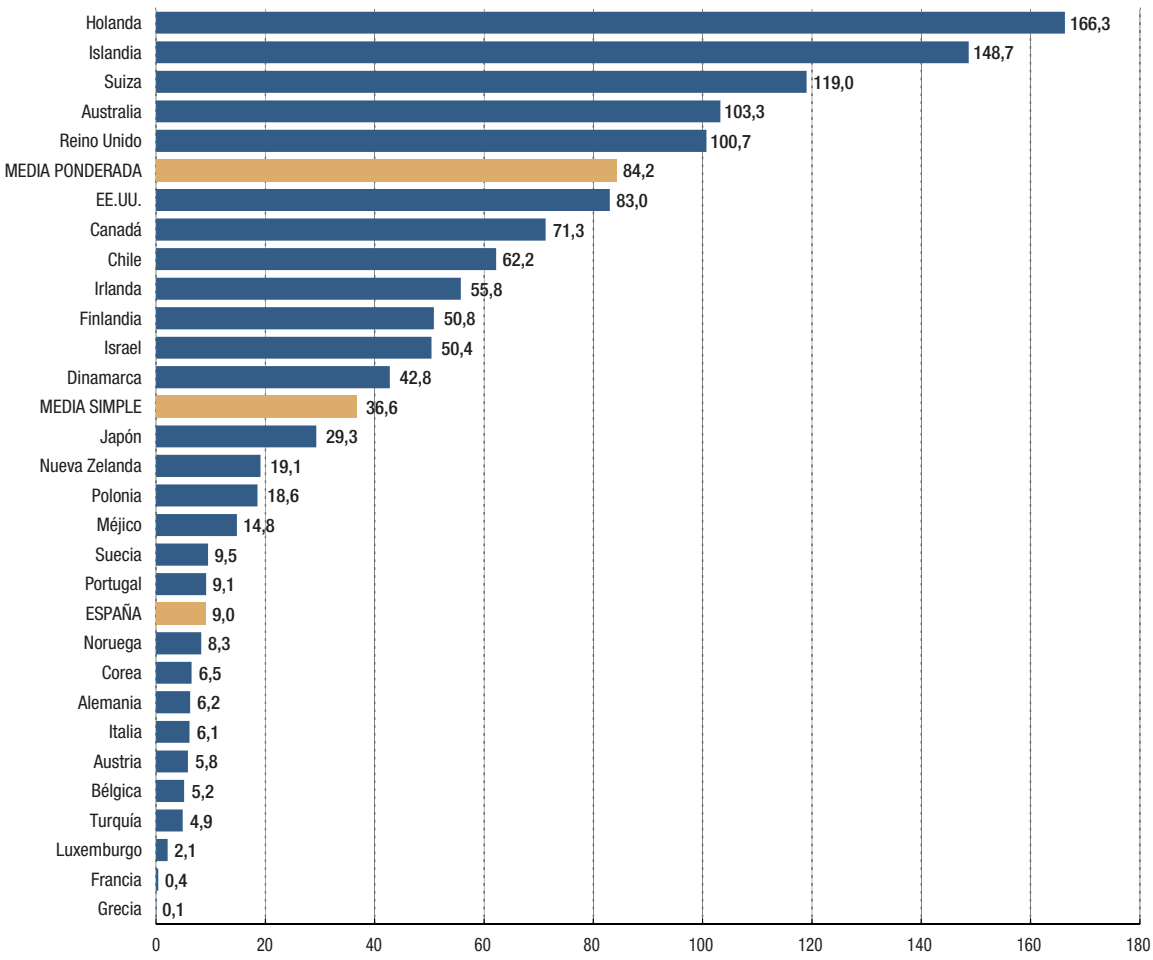
1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

El problema del ahorro para la jubilación es un asunto de índole global. El coste de vivir más años coincide con un período de rentabilidades reducidas y de crecimientos modestos. A este problema se suma que los ciudadanos globalmente presentan un nivel insuficiente de inversión para hacer frente a estos retos.

Según el informe de Inverco sobre el ahorro financiero de las familias españolas correspondiente a 2014, la tasa de sustitución media de la pensión pública en los países de la OCDE se situó en el 40,6%. Si se añadieran a esta cifra las pensiones privadas de carácter obligatorio, la tasa se elevaría al 54,0% y, al incluir los sistemas privados voluntarios, la tasa total alcanzaría el 67,9%. Además, el porcentaje de activos de los Fondos de Pensiones sobre el PIB alcanza una media ponderada del 84,2% en los países de la OCDE. Pues bien, en el caso de España, nos encontramos con una de las tasas de sustitución pública más altas de la OCDE con el 73,9%, mientras que el patrimonio acumulado en los Fondos de Pensiones se sitúa en un 9,0% del PIB, siendo uno de los más bajos.

Gráfico 1. **Patrimonio Fondos de Pensiones sobre el PIB en 2013, porcentaje.**

Fuente: Inverco



En este sentido, el ahorro de las familias españolas respecto a la media europea muestra una inversión muy inferior en Planes de Pensiones y Seguros (16,5% frente al 38% en Europa); muy superior en depósitos (46,8% frente al 33,2% europeo) y un menor peso en Fondos de Inversión y acciones cotizadas (16,4% frente al 19,4% europeo).

C) INMOBILIARIO

Según el informe de Inverco 2014, la caída del precio de los activos inmobiliarios durante la crisis habría generado pérdidas importantes de valor de la riqueza inmobiliaria de los hogares españoles, que pasaría a representar el 402% del PIB en septiembre de 2014 en relación a los niveles del 590% registrados en 2007.

Al contrario, la riqueza financiera neta habría recuperado en su totalidad los efectos de la crisis, situándose en 1,13 billones de euros, pasando de representar un 96% del PIB en 2006 hasta aproximadamente un 106% en 2014. Además, el saldo de ahorro financiero de las familias españolas en 2014, habría alcanzado un nuevo máximo histórico al situarse en 1,94 billones de euros, o el 182,3% sobre el PIB.

El peso de la inversión directa en inmuebles ha sido tradicionalmente muy relevante en España. En media, el 77,7% de las familias españolas poseen su vivienda en propiedad, y el 32% está pagando una hipoteca (frente a tasas del 69,9% y del 27,4% de las familias europeas respectivamente). Los países con menores porcentajes de población con vivienda en propiedad son Alemania y Suiza, precisamente los que presentan mayores tasas de ahorro bruto familiar.

Con datos de 2012, en EE.UU. más del 70% del total de los activos de los hogares son financieros, mientras que sólo un 30% son no financieros. En España, el caso es diametralmente opuesto, ya que casi las tres cuartas partes del total de los activos de los hogares son no financieros (principalmente inmobiliarios).

La aparición de otras alternativas para la inversión inmobiliaria en España, como es el caso de la figura de las "Socimi" (Sociedad Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario), posibilita el acceso a la inversión en *real estate*, en este caso a través de un vehículo cotizado en el mercado. La Socimi debe de tener un capital social mínimo de 5 millones de euros y contar con un mínimo de 50 accionistas. Su actividad principal es la inversión directa o indirecta en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, incluyendo todo tipo de inmuebles, tanto viviendas, como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes, oficinas, etc.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

2. Necesidades del ahorrador español en el contexto actual

A) HORIZONTE TEMPORAL

El horizonte temporal es una de las variables básicas a la hora de llevar a cabo una inversión. Se puede asegurar que tanto el horizonte temporal como el riesgo, determinan en buena medida la rentabilidad que se puede obtener. En efecto, a mayor horizonte temporal más rentabilidad, al igual que, a mayor riesgo se debiera obtener más rentabilidad y viceversa. En efecto, **las inversiones programadas a largo plazo tienen menos posibilidades de pérdida** que las que se llevan a cabo en el corto plazo. Es por ello que, en la medida de lo posible, este estudio recomienda ahorrar a largo plazo.

Como hemos indicado en el decálogo en el momento de la planificación financiera, un inversor debe plantearse qué objetivos quiere lograr. Esos objetivos señalados por el inversor permitirán conocer cuál es el horizonte temporal de las inversiones a realizar. Por lo tanto, **el horizonte temporal de nuestras inversiones será el momento en que fijemos el objetivo a conseguir.**

Se suele diferenciar entre inversiones a:

- Corto plazo: aquellas cuyo vencimiento es a menos de un año
- Medio plazo: las que se centran entre los dos y cinco años
- Largo plazo: las que se estiman para periodos que rondan los diez años
- Muy largo plazo: para aquellas a más de quince años

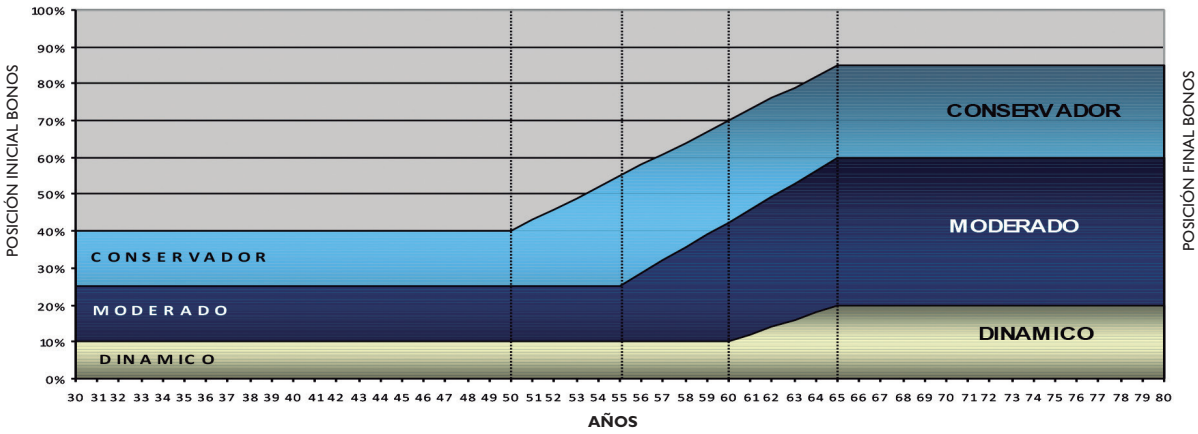
Al hablar de objetivos y su consecución nos podemos encontrar con objetivos concretos que tienen una fecha para su logro, por ejemplo la universidad de los hijos. Sin embargo, existen también otros, de carácter genérico, y que no pueden ser cuantificados como por ejemplo, el momento de la jubilación. En todo caso, es conveniente siempre intentar cuantificar, aunque sea aproximadamente, el vencimiento de nuestras inversiones.

Asimismo, es importante destacar que las carteras deben ser revisadas periódicamente y que en esta revisión cobra una importancia vital vigilar el acortamiento de los plazos de inversión. Así, se deberá tener presente en todo momento que según avanza el tiempo, el horizonte temporal de nuestras inversiones deberá ir disminuyendo.

En el siguiente gráfico se puede observar de manera muy visual el dinamismo del horizonte temporal al que nos referimos. Dicho gráfico refleja una posible recomendación sobre el porcentaje a mantener en activos de renta fija y de renta variable, para una inversión dirigida a la jubilación, y cómo esta evoluciona en función de la edad.

Gráfico 2. Horizonte Temporal

Fuente: Alfonso Roa, "Invertir con sentido común"



En lo referente a las inversiones de ahorro a largo plazo, conviene relacionar el horizonte temporal con la edad del inversor, su nivel de riesgo y situación de patrimonio y renta. De forma qué, aquellas personas más jóvenes pueden tolerar un mayor riesgo; mientras que en el caso de personas con mayor edad, sus posibilidades de asumir riesgos serán más restringidas.

A modo de ejemplo, algunos asesores y planificadores patrimoniales, para inversiones de muy largo plazo (como puede ser el ahorro para complementar la jubilación), utilizan una regla sencilla aunque no escrita: fijar un porcentaje en renta fija semejante a la edad del inversor. Por ejemplo, una persona de 40 años tendría una cartera formada por un 40% de activos de renta fija y un 60% de activos de renta variable, y así sucesivamente.

En consecuencia, en estrategias de inversión a largo plazo, **lo importante no sería tanto la edad de la persona, (salvo si nos referimos a su jubilación), sino el horizonte temporal del objetivo que el inversor pretenda conseguir**.

RECUERDE

- *El horizonte temporal de cada objetivo deberá ser definido y servirá para plantear el plazo de la inversión a elegir.*
- *La determinación del horizonte temporal permite una distribución del riesgo perfectamente adecuado al horizonte temporal de cada objetivo. Se puede asegurar que de esta forma se reduce sustancialmente el riesgo de pérdidas.*

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

B) PLANIFICACIÓN

En primer lugar, tal y como se señalaba en nuestro estudio anterior, en estos momentos, y más que nunca, el ahorro es totalmente necesario para afrontar con éxito los desafíos a los que nos enfrentamos los ciudadanos en estos momentos. La crisis que dejamos atrás ha puesto de manifiesto la necesidad de volver a incorporar el ahorro dentro del presupuesto familiar. Al igual que en el pasado, el ahorro debe ser una parte indispensable del presupuesto familiar y no se debe mantener la idea extendida de que el ahorro es tan sólo lo que no se ha gastado. El objetivo de ahorro en la familia es hoy más necesario que nunca, la revisión de los gastos y la confrontación con los ingresos siempre dan una idea de las posibilidades existentes.

La planificación financiera no es más que un proceso que ayuda a las personas a alcanzar los objetivos que determinan, a través de un plan de inversión y apoyado por productos de seguros, para cubrir las contingencias aleatorias que no puedan gestionarse fácilmente con las inversiones. Como, por ejemplo, el fallecimiento. En el siguiente cuadro se pueden encontrar identificados algunos de los aspectos que debería reunir una planificación financiera:

Planificación de la Protección	**Se trata de cubrir el riesgo personal y patrimonial, y su posterior gestión, mediante la contratación de seguros y el uso de técnicas actuariales.**
Planificación de las Inversiones	**Gestionar el capital actual (o su creación) para generar más capital y flujos de caja futuros destinados a la inversión y al consumo.**
Planificación de la Jubilación	**Asegurar la independencia financiera y el estilo de vida requerido una vez llegada la edad de jubilación.**
Planificación Fiscal	**Reducir el impacto fiscal, liberando flujos de caja para otros propósitos.**
Gestión de la liquidez y gestión de deudas	**Asegurar la liquidez necesaria para hacer frente a las deudas contraídas y a las necesidades de consumo ordinarias.**
Planificación Inmobiliaria	**Gestionar la creación, mantenimiento, incremento y diversificación de los activos inmobiliarios.**
Planificación Sucesoria	**Garantizar el futuro de las nuevas generaciones: hijos y familiares.**
Gestión Relaciones	**Gestión de los servicios realizados con otros proveedores financieros para ejecutar operaciones o asesoramiento especializado.**

Fuente: elaboración propia

Como ya se ha comentado, la planificación consiste en compatibilizar los objetivos personales con las inversiones realizadas por la persona; para ello debe tenerse presente cuál es la situación patrimonial actual así como la futura (generación de rentas).

Para que este proceso sea eficiente, es necesario que un asesor o planificador financiero lleve a cabo una serie de pasos como son:

- Obtener información relevante (cuantitativa y cualitativa).
- Establecer objetivos, necesidades y prioridades personales (estilo de vida).
- Analizar la situación financiera (recursos actuales y perfil de riesgo).

Conviene señalar, además, que el proceso de planificación es dinámico en el tiempo y no debe permanecer invariable. Precisamente **este dinamismo se demuestra en las aportaciones periódicas**: la llegada de ese dinero permitirá ir reajustando y reforzando el patrimonio.

La planificación financiera intenta abordar cuáles son los retos y preguntas que la familia se hace diariamente sobre la gestión de su economía. También se puede interpretar como la forma de gestionar las finanzas o inversiones para que en el futuro se logre, o se aproxime, un equilibrio que permita afrontar retos venideros.

Hoy en día la familia se enfrenta a una serie de retos. A continuación, se recogen los más significativos, pero la lista no es exclusiva:

- Jubilación
- Dependencia
- Necesidades formativas de la persona
- Necesidades formativas de los hijos
- Acometer gastos importantes en un futuro (compra de vivienda, obras en la misma, automóviles, etc.)
- Ahorro para posibles imprevistos

Estos son sólo algunos, quizá los más importantes, de los retos que las familias afrontan, pero existen otros. Para alcanzar con una cierta seguridad la planificación, es necesario responder a las siguientes cuestiones:

- Cuál es mi ahorro actual y qué capacidad de ahorro tengo en el futuro
- Cuál es el horizonte temporal o plazo en la que deseo conseguir esos objetivos y, por tanto, disponer de mi ahorro
- Qué riesgo puedo o estoy dispuesto a asumir
- Qué rentabilidad puedo obtener, tomando en consideración a la inflación y a los impuestos

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

La planificación financiera de la familia presenta las fases siguientes:

- **FASE I:** Se establece la relación entre el cliente y su asesor. A este respecto, cabe destacar que de acuerdo a la nueva normativa MiFID, las entidades van a tener que detallar convenientemente al cliente esta relación y el grado de dependencia que el comercializador financiero tiene con las fuentes de la inversión, especialmente en el aspecto de la remuneración.

- **FASE II:** (Fase de recogida de información). Momento en el que se estudia realmente la situación de la familia desde el punto de vista patrimonial, del volumen de rentas tanto presentes como futuras. También, y muy importante, en ella se definen los objetivos, se cuantifican y se sitúan en el tiempo, fijando el marco temporal para la discusión y el análisis de resultados y, si fuera importante, definir cuál va ser la actitud del cliente frente al riesgo.

- **FASE III:** Momento en que el asesor presenta las opciones que pueden llevarse a cabo para conseguir esos objetivos, con mayor o menor riesgo en su consecución. En terminología anglosajona es el denominado *asset allocation.* Es aquí donde al cliente se le detallan aspectos como: riesgo, diversificación, composición y optimización fiscal de las alternativas.

- **FASE IV:** Una vez decidida cuál es la alternativa de inversión más conveniente para cada objetivo prefijado, se lleva a cabo la orden de realizar la misma. En esta fase puede ser que el cliente tenga que contar con la presencia de otros profesionales como es el caso de abogados.

- **FASE V:** En esta fase se revisa periódicamente cómo están funcionando las opciones respecto a los objetivos propuestos. Así mismo, se procede a compensar la cartera y reequilibrarla. La compensación de la cartera es básica para devolver el patrimonio a los niveles de riesgo definidos en el plan inversor.

En la Fase II los datos cualitativos a recabar contendrán datos tanto objetivos como subjetivos. A continuación se enumeran algunos de estos datos:

- Datos objetivos
  - Situación personal y familiar
  - Situación profesional
  - Status financiero actual
  - Capacidad de ahorro
  - Situación tributaria

- Datos subjetivos
  - Valores, actitudes y expectativas
  - Conocimiento financiero previo
  - Horizonte temporal para cada objetivo de inversión
  - Tolerancia al riesgo y sensibilidad fiscal

RECUERDE

• Cuanto antes se comience a invertir mucho mejor.

• Pensar en el futuro y sus retos presentes lleva a contemplar el ahorro como una auténtica necesidad para las familias.

• La planificación financiera permite determinar necesidades y objetivos. Conocidos esos objetivos, usted podrá tener un plan financiero y asegurador para su logro.

• La planificación permite conocer cuál es la situación patrimonial actual y futura, así podrá llevar a cabo una serie de inversiones eficientes que le permita obtener sus objetivos.

• El proporcionar datos precisos y correctos sobre su estado patrimonial y de rentas permitirá al asesor comprender cuál es su situación patrimonial y de esta forma adecuar las inversiones a la consecución de sus objetivos desde un punto de vista real y eficiente.

• Revise y ajuste dinámicamente su cartera, teniendo presente la llegada de nuevas aportaciones.

C) NECESIDADES DE ASESORAMIENTO Y CULTURA FINANCIERA

Como se ha comentado en el punto anterior, la mayor parte de las personas con ahorros debería acudir y apoyarse en los asesores financieros. Es cierto que algunos recursos o medios especializados pueden ayudarles a configurar las inversiones. Sin embargo, la familia media debería acudir idealmente a un asesor financiero. Esta necesidad es patente cuando:

- El individuo no tiene experiencia en finanzas e inversiones
- Desea una opinión objetiva sobre sus patrimonio y cómo optimizar sus inversiones
- No tiene tiempo para informarse, estudiar, planificar y hacer seguimiento de su patrimonio
- Cuando acaece una necesidad inmediata o un cambio inesperado de vida
- Siempre que piense que la ayuda de un profesional puede mejorar la gestión que él realiza de sus finanzas
- Si cree que ha llegado el momento de planificar sus finanzas pero no sabe por dónde empezar

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

El profesional conoce qué es la planificación financiera y, por ello, debe llegar a entender bien cuáles son los objetivos de la inversión, desarrollando un informe de la situación financiera presente y futura. Debe saber delimitar el horizonte temporal de las inversiones y, por supuesto, debe entender cuál es la tolerancia al riesgo de la persona. El mejor profesional es aquel que entiende completamente los objetivos de su cliente y ajusta a estos las recomendaciones de inversión. Se debe buscar profesionales a los que se entienda, ya que éstos desarrollarán una labor docente con el cliente sobre inversiones y productos.

Aún contando con el trabajo de los profesionales en inversiones, las personas deberían averiguar todo lo que puedan sobre las inversiones recomendadas, solicitando a sus asesores material escrito como los folletos informativos y leerlos antes de invertir, consultando con el asesor cualquier duda e informándose.

A este respecto, según la OCDE, la educación financiera sería *"el proceso por el que los inversores y consumidores financieros mejoran su comprensión de los productos financieros, conceptos y riesgos y, a través de la información, la enseñanza y/o el asesoramiento objetivo, desarrollan las habilidades y confianza precisas para adquirir mayor conciencia de los riesgos y oportunidades financieras, tomar decisiones informadas, saber dónde acudir para pedir ayuda y tomar cualquier acción eficaz para mejorar su bienestar financiero".*

El supervisor americano, SEC, en su publicación "Ahorro e Inversión", propone que los ahorradores hagan preguntas a sus asesores como las siguientes:

- ¿Qué capacitación y experiencia tiene su asesor? ¿Cuánto tiempo lleva asesorando?
- ¿Qué piensa el asesor sobre las inversiones? ¿Asume mucho riesgo o está más preocupado por la seguridad del dinero?
- ¿Qué tipo de cliente asesora? ¿El perfil y características de los mismos coincide con el de usted?
- ¿Cuáles serás los gastos, tanto del asesoramiento, como de los productos o activos recomendados?

RECUERDE

- *Usted nunca hará una pregunta tonta.*
- *El asesor debe ser capaz de explicarle las razones que hacen recomendable para usted las propuestas de inversión realizadas.*
- *Compruebe que su asesor tiene conocimientos y capacidades suficientes.*

D) RIESGO

El riesgo está presente en toda inversión, especialmente en tiempo no hay ningún activo financiero que no tenga riesgo. Existe la tendencia a asimilar los depósitos a un activo sin riesgo. Sin embargo, después del episodio de la crisis de la banca chipriota, el esquema de liquidación de un banco permite cargar pérdidas patrimoniales a aquellos depositantes que tengan una posición global en la entidad de más de 100.000 euros. En el caso de Chipre las quitas por encima de esta cantidad oscilaron entre un 40% y un 50% de media.

También hay muchos ahorradores que confían en fondos o estructuras garantizadas, aquellos productos que a una fecha determinada (el horizonte temporal anteriormente referido) ofrecen un porcentaje de rentabilidad calculada bajo una serie de características y ligada a la evolución de unas acciones o índices bursátiles. Sin embargo, en la práctica son muy pocos los partícipes de estos fondos que han conseguido unas rentabilidades suficientes después de haber estado en unos productos que contienen riesgo. Este riesgo se refiere al horizonte temporal de la inversión, en este caso identificado con la fecha de vencimiento de la garantía, pues el patrimonio no está garantizado hasta la fecha de vencimiento. Por lo tanto, en caso de que se produzca un reembolso antes de ese momento, se podría incurrir en considerables pérdidas.

¿Qué se entiende por riesgo?

Al contrario de lo que se pueda intuir, el concepto de riesgo no está únicamente asociado a pérdidas. De este modo, a diferencia de la rentabilidad que se analizará más adelante, el riesgo es una característica subjetiva de las personas. A continuación, y de forma muy breve, se enumeran algunos conceptos que son entendidos como riesgo por parte de los agentes financieros:

- **Obtención de pérdidas**, aludido anteriormente y que será el que se considere en este estudio al ser el que normalmente utilizan los ahorradores.

- **Desviación de los resultados obtenidos, entendidos como volatilidad**. Este concepto es básico para los profesionales de las finanzas y permite aproximar, pero no identificar plenamente, cuál es la pérdida máxima esperada en condiciones normales de los mercados y para un horizonte temporal dado. Este procedimiento estadístico se denomina "Valor en Riesgo" o VaR por su acrónimo inglés.

- **Mayor o menor exposición a los movimientos de mercado**. No es más que disponer de carteras conservadoras o arriesgadas.

- **Riesgo del gestor** al que se le da o se asigna la gestión de nuestra cartera o una parte de ella.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- 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. Este **riesgo de liquidez** de las inversiones, es de igual o mayor importancia que el riesgo de pérdida.

Por otra parte, es muy relevante guardar una cantidad de dinero destinada a lo que se denominada "liquidez de emergencia" y que técnicamente recibe el nombre de fondo de maniobra. Sin embargo, el riesgo de liquidez se refiere a la capacidad que tiene un activo para venderse rápidamente y no incurrir, por esa rapidez, en unas pérdidas considerables. La liquidez, o mejor, la iliquidez de las inversiones, es un aspecto adicional a considerar como riesgo. Por ejemplo y a modo ilustrativo, muchos fondos inmobiliarios han limitado su salida al partícipe. Al no poder reembolsar sus participaciones además han visto paulatinamente reducido su valor liquidativo. La incapacidad de las gestoras para vender los inmuebles, activo ilíquido y además muy perjudicado en nuestra reciente explosión de la burbuja inmobiliaria, ha puesto de manifiesto la importancia que tiene la liquidez de las inversiones. Esto da muestra de que la liquidez de las inversiones es un factor de riesgo, muchas veces no suficientemente ponderado por los ahorradores. En otras ocasiones, una excesiva obsesión por productos de liquidez diaria, en ocasiones puede acabar no siendo tal en la práctica. Ante momentos de gran convulsión en los mercados bien puede ocurrir que ciertas posiciones en activos, en apariencia de gran liquidez, acaben no pudiendo ser deshechas de forma adecuada por la excesiva apertura de las horquillas de precios (diferenciales entre los precios a la compra y a la venta en las cotizaciones o *bid – ask spreads*).

No obstante lo anterior, el riesgo, entendido como la posibilidad de incurrir en pérdidas, es uno de los aspecto más importantes, sino el más importante, que se encuentran los individuos para dar el necesario paso desde el ahorro hacia la inversión. Ahora bien, debe tenerse en cuenta que si no existiese el riesgo y la gestión del mismo, no se podría optar a rentabilidades superiores a la que ofrecen el activo sin riesgo. Conviene como siempre tener presente que:

- Las inversiones con mayor riesgo son aquellas en las que la obtención de un determinado rendimiento es más incierto.

- **El riesgo se reduce para horizontes lejanos, siempre que se gestione de forma dinámica una cartera**. Una vez más, la gestión de las inversiones de riesgo, de incertidumbre en la obtención de los flujos de caja a generar, se diluyen con el largo plazo.

- **Siempre la gestión deberá ser dinámica, es decir, deberá ir acortando la inversión en activos de riesgo** para sustituirlos por otros con menor riesgo, según se vaya acortando el plazo de vencimiento, y también cuando se vaya alcanzando el objetivo propuesto.

- Una premisa fundamental para combatir el riesgo es la diversificación. La diversificación de las carteras de inversión es la forma única y fundamental de reducir el riesgo.

Gestión del riesgo

Tal y como se ha comentado anteriormente, el riesgo es gestionable. Para ello, la mejor recomendación es la de dirigirse a un asesor. En todo caso, a continuación se indican una serie de reglas pueden ser de máxima utilidad a la hora de gestionar riesgos:

- Se necesita tener un conocimiento exhaustivo de cuál es la situación patrimonial, generación de rentas y posibilidades de inversión futura. Establecer un horizonte temporal de las inversiones ligado a la consecución de los objetivos.

- Diversificar la cartera. Esa diversificación debe contemplar los siguientes aspectos: por clases de activos (activos monetarios, activos de renta fija, activos de renta variable, y otros activos), por emisores, por áreas geográficas, por segmentos y nichos especializados (sectoriales, capitalización bursátil, calidad crediticia, etc.), por gestores de carteras. En este sentido, cada vez se hace más necesaria la diversificación global, es decir, el tratar de evitar el sesgo local de la inversión.

- La diversificación no debe ser un proceso desordenado. El asesor financiero nos ayudará a configurar lo que se denomina una "diversificación eficiente".

- Estructurar adecuadamente una cartera nos permitirá compensar el mayor riesgo de unos activos con el menor riesgo de otros consiguiendo un ajuste adecuado al perfil de riesgo del inversor. Además la correlación potencialmente baja entre los distintos activos de la cartera nos facilitará mejorar su diversificación y, en consecuencia gestionar su riesgo.

- Es necesario revisar la cartera permanentemente.

- El riesgo a asumir dependerá también de la capacidad financiera del inversor, es decir, de lo que pueda permitirse perder, así como de la llegada de otros ahorros en el futuro, lo que permitirá, ante posibles caídas, promediar los precios de compra a niveles más bajos y aumentar el potencial de los resultados ante recuperaciones posteriores.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

RECUERDE

- *El riesgo es gestionable. Precisamente porque existe el riesgo es por lo que unas inversiones adecuadas pueden ofrecerle mayor rentabilidad.*
- *Es necesario determinar, en primer lugar, el horizonte temporal, y posteriormente, el riesgo a asumir, entendido como incapacidad para determinar los resultados. Ambas variables serán básicas para poder determinar su cartera y poder gestionarla posteriormente.*
- *Hay que considerar siempre las inversiones a largo plazo. Es recomendable hacer un seguimiento del mercado, (de si éste cae y de las consecuencias), pero sin olvidar que, en el largo plazo, las bolsas siempre recuperan los niveles previos y los sobrepasan.*
- *El horizonte temporal es dinámico, y por tanto, el riesgo de su cartera se deberá ir reduciendo según el mismo vaya disminuyendo.*
- *Interésese por conocer la liquidez de sus inversiones y el porcentaje que tienen las más líquidas en su patrimonio.*
- *La mejor forma de disminuir el riesgo de una cartera de inversión es diversificar. Diversificar es acortar el riesgo.*
- *En ocasiones, un mayor riesgo en el mercado, medido por la volatilidad, facilita oportunidades de adquirir activos financieros a precios más atractivos, y por tanto con un mayor potencial de revalorización en el largo plazo.*
- *El mayor riesgo es no poder cumplir en las fechas fijadas con sus objetivos. Riesgo no es la obtención de pérdidas momentáneas o a corto plazo, sino el no obtener la rentabilidad a largo plazo necesaria.*

E) LIMITACIONES

Por limitaciones a la hora de invertir se pueden entender diferentes aspectos: activos a contemplar o a rechazar, nivel mínimo de inversión para poder acceder, restricciones legales, limitaciones del mandato de inversión, preferencias culturales, sociales e incluso aspectos religiosos.

Desde luego, la cultura financiera no es una de las claves que habitualmente se utilizan en los diferentes modelos para construir una cartera eficiente que maximice el binomio rentabilidad-riesgo. Sin embargo, la cultura financiera condiciona enormemente a qué productos de inversión se dirige el ahorro. Por ejemplo, el masivo uso de los depósitos por parte de las familias españolas, así como la confianza en la subida del precio de los inmuebles, son factores sintomáticos de su débil conocimiento financiero.

Se puede decir que la cultura de las familias, en el ámbito financiero, es notablemente insuficiente y claramente mejorable, aún cuando la situación no es muy lejana respecto de otros países. Esta afirmación viene refrendada por los datos del informe PISA 2012, publicado en el verano de

2014, en el que España aparece algo por debajo de la media de la OCDE con 486 puntos. El conocimiento económico y financiero es básico y fundamental, la OCDE ya lo apuntaba en su primer informe en 2005: *"Los ciudadanos necesitan una mayor comprensión sobre el funcionamiento del sistema financiero para poder gestionar mejor sus deudas hipotecarias o de consumo, ahorrar de forma efectiva para su jubilación, y los Gobiernos de la OCDE han reconocido que deben ayudar a las personas en esa tarea"*

Un número considerable de individuos y familias no tienen los conocimientos básicos para llevar a cabo el necesario paso desde el depósito hacia otros productos de inversión. Es por ello que la mayor parte de ellos deberían acudir o ponerse en manos de asesores financieros, donde podrían encontrar ayuda con las inversiones y, sobre todo, comprender qué es lo que se está haciendo y por qué.

RECUERDE

- *Una persona debería conocer o recabar la información suficiente como para entender las inversiones realizadas.*
- *El inversor debería ir aumentando los activos o contemplándolos según vaya informándose sobre los riesgos de dichos activos.*
- *Los buenos inversores profesionales sólo invierten en aquello que entienden.*
- *La mejor forma de aumentar la cultura financiera es: preguntar, preguntar y preguntar.*
- *Hay que evitar comentarios de amigos o familiares que no sean expertos en la materia, al igual que los foros de internet u otras fuentes de información donde los participantes no estén identificados. Póngase en manos de expertos en la materia.*

F) GESTOR DE ACTIVOS VS. GESTOR DE PATRIMONIO

A menudo la actividad de gestión patrimonial no sólo incluye activos financieros sino también activos de otra naturaleza, como son inmobiliarios, obras de arte, u otras inversiones alternativas (capital privado, *commodities*, etc.). La misión de los profesionales que realizan esta actividad consiste en alcanzar para la cartera de sus clientes un determinado objetivo en términos del binomio rentabilidad-riesgo en un plazo determinado, idealmente dentro de un proceso robusto de planificación financiera.

Es por ello que: el objetivo de rentabilidad debe tener en consideración variables diversas como serían el impacto fiscal, eficiencia del vehículo, estrategias de acumulación o distribución, etc. Habitualmente, cuando se habla de gestión de patrimonios se considera que los clientes en esta actividad son personas físicas y grupos de alto patrimonio, o incluso *family offices*. En función del volumen del patrimonio y de la complejidad del mismo, el gestor de patrimonios deberá desarrollar

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

una labor que estará sujeta a un mayor o menor grado de sofisticación. Ahora bien, **todo inversor, independientemente de cual sea el tamaño de su patrimonio, debe fijarse unos objetivos y un horizonte temporal, y además tendrá un grado de aversión al riesgo propio**. Los llamados gestores de patrimonios se encargan de configurar la cartera patrimonial, y en muchos casos, de seleccionar los vehículos de inversión más adecuados en cada caso.

Solemos hacer una diferenciación entre las figuras de "gestor" y "asesor" a pesar de que, desde la perspectiva de la normativa MIFID no se hace una distinción clara en las normas de conducta entre ambos. Habitualmente nos referimos al asesoramiento cuando hablamos de un consejo o recomendación personalizada sobre cuál debiera ser la composición óptima de una cartera y, por tanto, sobre qué activos concretos incluir en ella. En la gestión de la cartera se adoptan las decisiones de inversión de acuerdo con un perfil de riesgo previamente acordado con el cliente. Así, los gestores ejecutan directamente las transacciones de compra venta por cuenta de sus clientes, mientras que los asesores sólo aconsejan.

Por otra parte, cuando se habla de la gestión de inversiones por cuenta de instituciones (fondos de inversión, ETFs, fondos de pensiones y otros tipos de inversión colectiva; o bien cuando se trata de la gestión de inversiones propiedad de bancos y compañías de seguros), es común referirse a esta actividad como de gestión de activos. En este caso, son **gestores de activos** quienes realizan la inversión directa en activos patrimoniales y financieros determinados.

Pues bien, es habitual que los gestores de patrimonios busquen configurar la cartera de sus clientes mediante la inclusión de aquellos vehículos de inversión que sean los más adecuados y los mejores en cada categoría de inversión o, en su caso, de multiactivos.

La prueba de fuego en la nueva hoja de ruta que dinamizará la transformación del ahorro, vendrá de la popularización de fondos con un perfil de riesgo mayor al tradicional en el mercado español, lo que impondrá, en consecuencia, unos horizontes temporales de inversión más largos. Sin duda, esto puede ser una oportunidad para el inversor. Ahora bien, la alineación con los países más avanzados de nuestro entorno, en cuanto a horizontes temporales, perfiles de riesgo y proliferación de nuevos vehículos de inversión, dependerá de la capacidad de las entidades comercializadoras para pilotar adecuadamente este proceso. Y de hecho, esto también puede suponer un riesgo.

Una parte de los clientes bancarios, los menos sofisticados, siguen identificando depósitos bancarios con seguridad, y fondos de inversión con riesgo, probablemente como consecuencia de algunas decepciones del pasado. Ahora que tenemos el viento de cola de los flujos de entrada en fondos, creemos necesario que, el proceso de selección y recomendación sea ahora más robusto que nunca y que esté siempre orientado a beneficiar al cliente. Dicho de otro modo, sería deseable menos campaña de producto y más calidad de servicio. Anticipamos que los Gestores y Asesores patrimoniales tendrán una contribución muy decisiva para que esto sea posible, especialmente cuando se planteen correcciones de cierto calado en los mercados financieros.

G) PRODUCTOS EN EL MERCADO ESPAÑOL

Para llevar a cabo exitosamente la inversión, es necesario conocer cuáles son los productos que el ahorrador español puede encontrar con mayor facilidad. En este punto se analizan, muy brevemente y en términos de liquidez, horizonte temporal, riesgo, rentabilidad y fiscalidad de estos activos y vehículos de inversión.

1) Depósitos bancarios y activos monetarios:

Son activos que cuentan con una liquidez envidiable. El horizonte temporal de estos productos es inferior, generalmente, al año por lo que se consideran siempre que deben ir ligados al corto plazo y nunca al largo. Su riesgo es muy bajo y se genera tan solo cuando el ahorrador tiene más de 100.000 euros en una entidad y solo para el exceso. Aun cuando es el principal producto de ahorro financiero de las familias, su baja remuneración actual hace que no sean los instrumentos más útiles de cara a la consecución de objetivos a largo plazo. Su fiscalidad comparada con otros productos no es muy beneficiosa puesto que se tributa por la totalidad de las ganancias recibidas y además la renovación de los depósitos no está exenta de tributación. Este tipo de inversión es aconsejable para cubrir las cantidades destinadas a lo que se ha denominado "liquidez de emergencia".

2) Inversiones directas en bonos y acciones:

La inversión directa conlleva primeramente que la persona sepa sobre inversiones, sobre el emisor que está emitiendo el activo y, además, sobre la previsible evolución futura de las cotizaciones de los títulos. Existe una gran cantidad de categorías de estos títulos por lo que el inversor debería conocer las características específicas de cada uno de ellos; este permitirá evitar problemas como los generados recientemente por las participaciones preferentes.

Esta característica sugiere que la inversión directa podría ser una opción no aconsejable para la mayor parte de los individuos. Por otra parte, y para el caso de los bonos, no tanto para las acciones, su liquidez puede estar en entredicho y ocasionar diversos inconvenientes. Estos activos serían más bien recomendables para cubrir la consecución de objetivos a medio y largo plazo, y en el caso de las acciones exclusivamente para el largo plazo. Los activos por sí mismos ya incorporan un riesgo considerable, en algunos casos muy marcado. Es más, como se necesitan carteras diversificadas para disminuir el riesgo, esa diversificación se lograría solo en caso de patrimonios muy elevados. Su fiscalidad, como ocurría anteriormente al comparar con otros productos, no tiene un nivel eficiente de cara al cliente. Se paga por la totalidad de los flujos de caja recibidos, intereses y dividendos, además la reinversión en otros títulos de características semejante no está exenta.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

3) Inversiones a través de Instituciones de inversión colectiva. Fondos y Sociedades de inversión:

Es ampliamente considerado el activo idóneo de cara a llevar o realizar las inversiones. Dotados de una liquidez envidiable y además con un abanico muy amplio de posibilidades confieren a este producto el mejor perfil de inversión. En cuanto al horizonte temporal, y debido a las innumerables posibilidades, el inversor puede optar por aquel cuyo horizonte temporal y riesgo mejor se ajuste a los objetivos determinados. Por otra parte, los fondos presentan, por ley, carteras muy diversificadas y gestionadas por profesionales por lo que disminuye aún más el riesgo, siempre que se contemplen para el horizonte temporal seleccionado. La fiscalidad de estos productos es quizá la más eficiente, se paga sólo por las cantidades que se reembolsan del fondo, además y para la persona física la exención de la reinversión en otros fondos la hace especialmente atractiva.

4) Unit-linked:

El *unit linked*, es un producto de seguros que comparte conjuntamente con los fondos de inversión el perfil de mejor encauzamiento del ahorro para la inversión. Sin embargo los gastos generados, al contar con la protección del seguro, le hace perder algo de rentabilidad frente a los fondos de inversión. Sí hay que destacar que, de cara al impuesto de sucesiones, su tratamiento es más ventajoso que el de los fondos de inversión.

5) Fondos de pensiones:

Es otro producto muy parecido a los fondos de inversión, sin embargo la liquidez está muy restringida, si bien actualmente se permite transcurridos diez años. En cuanto a la fiscalidad, las aportaciones son consideradas como desgravables, aunque en el momento de cobrar las cantidades recibidas se incluirán dentro de la base imponible general. En todo caso, puede ser muy interesante para personas que en la actualidad quieran rebajar su factura fiscal, IRPF, no les preocupe la liquidez de estas inversiones y, por supuesto, destinen estas cantidades exclusivamente para el momento de la jubilación

6) Pólizas de seguro de riesgo:

Son aquellas pólizas que cubren contingencias para casos como: enfermedad, fallecimiento, responsabilidad civil, seguros sobre artículos duraderos o de gran valor. Desde el punto de vista de la planificación se utilizan precisamente para cubrir las contingencias contenidas en la póliza. Es un complemento muy útil al proceso inversor, aun cuando no deberían ser consideradas productos de inversión propiamente dichos.

7) Pólizas de ahorro:

Es un producto con el que las compañías de seguro cuentan de cara a cubrir las necesidades de los ahorradores. No es un producto que goce de gran liquidez, sin embargo la posibilidad de que la compañía de seguros pueda anticipar cantidades a cuenta le convierte prácticamente en un producto de liquidez considerable. Se manejan diferentes horizontes temporales y se pueden encontrar pólizas con diferentes niveles de riesgo, desde seguros con interés garantizado a interés variable. En algunos casos, según se perciban las cantidades acumuladas en forma de rentas vitalicias, pueden deparar un trato fiscal más favorable.

8) Ahorro 5:

Un producto relativamente novedoso, donde sí se mantiene durante cinco años y, estando limitadas las aportaciones anuales a unas cantidades relativamente bajas, están exentos de tributación. La liquidez conviene destacar que existe pero que, en caso de monetizar el producto, se pierde la exención de tributar. Las cantidades que se pueden invertir, así como las estrictas medidas que el inversor puede realizar hacen que el producto deba ser manejado como minoritario (garantizar el 85% del capital) y restringido a inversores muy conservadores.

9) Plan Inversión de Ahorro Sistemático, PIAS:

Al igual que el producto anterior es muy marginal. Comparte la exención por tributación siempre que se mantenga el periodo de tiempo legal previsto y, además, debe ser cobrado mediante una renta vitalicia.

H) FONDOS DE INVERSIÓN COMO VEHÍCULO A LA MEDIDA DEL AHORRADOR: CUÁLES PUEDEN SER LOS FONDOS MÁS ADECUADOS EN EL CONTEXTO ACTUAL DE MERCADOS.

En un entorno como el descrito en la sección 1, la inversión directa probablemente no ayudará al inversor medio a manejarse con facilidad y eficacia en los mercados. Sin embargo, el inversor podrá tener acceso de forma eficiente a los mercados mediante instituciones de inversión colectiva (IIC) que, como en el caso de los fondos de inversión, posibilitan la inversión en una cartera "diversificada" de activos.

El modelo de gestión al que se hallan sujetos los fondos de inversión facilita el acceso a esta diversificación, es decir, la normativa exigida de los coeficientes de inversión convierte a éstos en instrumentos de mayor seguridad frente a otras alternativas del mercado. Por otra parte, la favorable tributación de los fondos para las personas físicas, que posibilita el traspaso de posiciones existentes de unos vehículos a otros sin impacto fiscal hasta el reembolso final de la posición, hace que los fondos de inversión puedan ser considerados como un **vehículo eficiente**, tanto financiera como fiscalmente para el ahorrador.

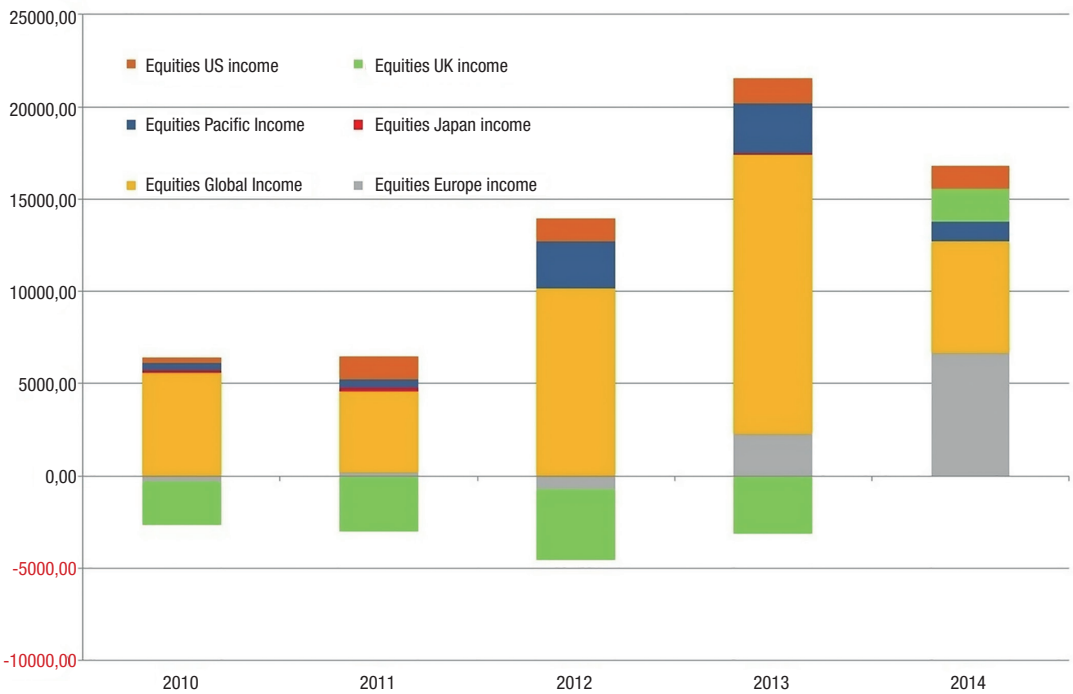
1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Entre las modalidades de fondos de inversión más atractivas actualmente se hallan los **fondos multiactivos**. Se trata de una posible solución "todo en uno" que puede generar una rentabilidad atractiva en un entorno complejo para la inversión en bonos de bajo riesgo. Aunque parece lógico que los inversores se puedan sentir atraídos por los bonos de *high yield*, no es menos cierto que esto sólo será posible por la asunción de un mayor riesgo (crédito, liquidez, etc.). Una de las mejores maneras de incrementar los retornos y, al mismo tiempo, controlar el riesgo, consistirá en asignar inversiones a múltiples clases de activos, que idealmente no se hallen correlacionadas entre sí. De hecho, los fondos multiactivos y las estrategias de *asset allocation* se han erigido como una de las principales tendencias de inversión de los últimos dos años en Europa. Según datos de Lipper Thomson Reuters sólo en 2014 captaron 120.000 millones de euros.

Otra modalidad de fondos (compatible con la anterior) que, de forma paulatina, ha conseguido hacerse un hueco entre las preferencias de los inversores europeos ha sido la de los **fondos de rentas**. La obtención de rentas periódicas y sostenibles se ha convertido en una preocupación esencial para muchos inversores. Esto se demuestra por el hecho de que, de los diez fondos más vendidos el año pasado en Europa, la mitad llevaba colgada la etiqueta de "renta" (*income*). Según el análisis realizado Detlef Glow, en los últimos cuatro años, esta categoría de fondos habría obtenido gran parte de las captaciones en fondos de renta variable. En este sentido, los fondos que generan rentas pasaron de representar el 4,6% de los flujos netos en fondos de acciones (unos 3.800 millones de euros) en 2010 al 27,4% (más de 16.800 millones de euros) en 2014.

Gráfico 2. **Ventas netas de fondos de rentas (subyacente renta variable), millones de euros.**

Fuente: Lipper Thomson Reuters



El universo de los fondos de rentas se suele dividir en las diversas categorías de producto. De hecho, los fondos de renta variable europea han ido ganando peso desde 2013 y el año pasado superaron a los fondos globales como la categoría de rentas más vendidas (6.700 millones de euros frente a 6.100 millones, respectivamente). Esto es porque los inversores buscan rentas y las empresas europeas ofrecen elevadas rentabilidades por dividendo y distribuyen el dividendo mayoritariamente en efectivo.

En el Barómetro Mundial de Inversión de Schroders 2015, un estudio mundial sobre las tendencias de inversión e intenciones de ahorro de los inversores se muestra que, en un entorno de tipos de interés bajos, hasta el 87% de los encuestados a nivel mundial busca la percepción de rentas periódicas de sus inversiones (el 83% de los inversores españoles). Los resultados de este estudio destacan que la inversión centrada en la percepción de rentas es relevante y se realiza principalmente a través de fondos. Es destacable que los españoles (con el 45%) estarían por encima de la media mundial (29%) y europea (30%), en cuanto a los encuestados que tienen previsto percibir rentas a través de fondos.

A la pregunta de en qué activos se tiene previsto invertir para obtener rentas periódicas, un 21% de los españoles encuestados piensa hacerlo en fondos de renta fija. Se trata de la media más alta, dado que a nivel mundial sólo el 6% se decanta por esa categoría. La segunda opción más elegida por los españoles son los fondos de renta variable (15%) seguido de la inversión directa en acciones (14%). El activo más elegido a nivel mundial es la inversión directa en acciones (20%), seguido de los fondos multiactivo (12%) y los fondos de renta variable (11%).

Tabla 1. **Distribución de preferencias por activo para la generación de rentas.**

Fuente: Schroders Global Investment Trends Survey 2015

Clase de activo* favorito para generar rentas periódicas	
Fondos de renta fija	21%
Fondos de renta variable	15%
Inversiones directas en acciones	14%
Fondos multiactivos	9%
Inmuebles	5%
Inversiones directas en bonos	4%
ETF	3%
Inversiones en activos líquidos	3%
Otra opción	2%
No sabe	8%

*Al no ser excluyentes las clases de activos, el total porcentual no suma el 100%.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Según el mismo estudio, la razón principal de los españoles para invertir en activos que generan rentas regulares es complementar el salario (28%), por encima de la media europea (23%), seguido de reinvertir las rentas y hacer crecer su cartera (25%) y complementar la pensión (13%). Además para el 82% de los inversores españoles es importante reinvertir las rentas periódicas o dividendos para generar retornos a largo plazo.

Por otra parte, de acuerdo al Informe sobre tendencias de Cerulli los principales flujos procedentes de la renta fija se habrían dirigido hacia otras clases con capacidad para generar rentas, principalmente hacia fondos de *real estate* y multiactivos. Esta tendencia está en coherencia con la información aportada por Lipper con datos al primer trimestre de 2015, que señalan a los "multiactivos" como la clase con más suscripciones netas, seguidos en segundo lugar por la renta fija. Otra clase de activo que esperan atraerá flujos procedentes de la renta fija sería la de los fondos que invierten en activos alternativos (incluyendo *real estate* e infraestructuras), de especial interés para los inversores más institucionales, como sería el caso de las aseguradoras.

Como es sabido, **el peso de los fondos de inversión en la composición patrimonial de los activos financieros en España, está todavía lejos del existente en otros países**.

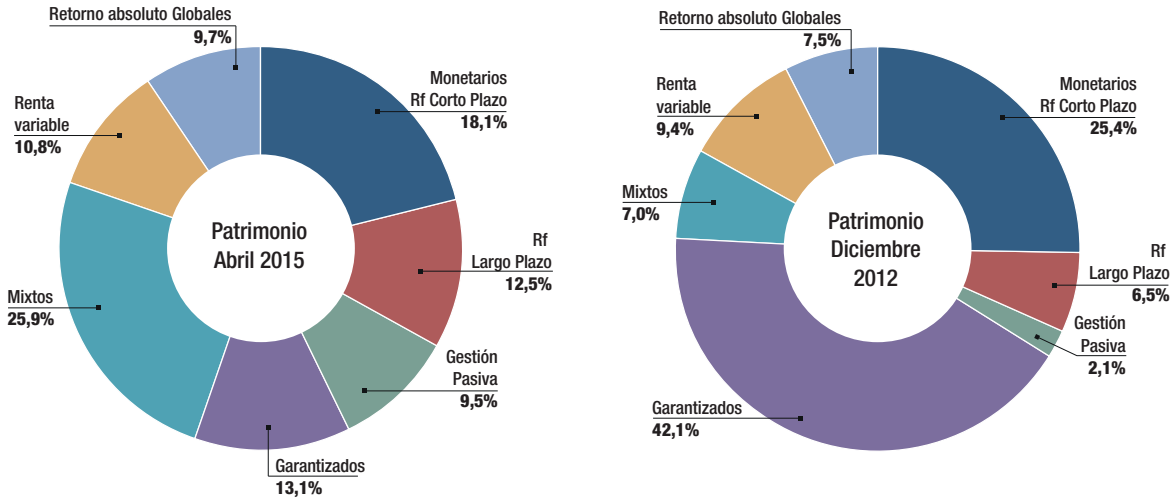
Según el Informe de Inverco sobre el ahorro financiero de las familias españolas correspondiente a 2014, la estructura del ahorro de los hogares españoles continúa concentrada en los depósitos, que siguen representando la mayor ponderación en la cartera de las familias (el 39,8% en 2014, desde el 42,3% de 2013 y 44,0% en 2012). Sin embargo, y por segundo año consecutivo, el activo financiero que logró captar el mayor interés inversor de las familias fue el Fondo de Inversión. Y así, el saldo de participaciones de Fondos en poder de los hogares aumentó en un 24% durante 2014 (más de 30.000 millones de euros).

Además, se debe destacar que el horizonte temporal más cortoplacista y de búsqueda de la máxima seguridad de buena parte de la masa patrimonial invertida en fondos de inversión, ha sufrido una variación significativa durante los últimos dos años.

Como puede observarse en el siguiente gráfico, en el período comprendido entre diciembre de 2012 y abril de 2015 se ha producido una modificación relevante en la distribución del patrimonio de los Fondos de Inversión, hacia categorías con mayor riesgo. De hecho, el porcentaje del patrimonio en Fondos Garantizados ha disminuido del 42,1% en diciembre 2012 hasta el 13,1% en abril 2015. De la misma forma, el patrimonio invertido en Fondos conservadores (monetarios y de renta fija a corto plazo) pasó del 25,4% al 22,1%. En sentido contrario, el patrimonio invertido en Fondos Mixtos y de Renta Variable se elevó hasta el 36,7% en abril 2015 desde el 16,4% a finales de 2012.

Gráfico 3. **Distribución del patrimonio en Fondos de Inversión por categorías, porcentaje.**

Fuente: Inverco



Tras el buen año 2014, en cuanto al crecimiento patrimonial de la figura de los fondos de inversión, según la V Encuesta de Fondos de Inversión realizada por el Observatorio Inverco, tres de cada cuatro gestoras tendría previsto lanzar en 2015 nuevos fondos. Dentro de los lanzamientos se da por seguro que van a hacerse un hueco los **fondos perfilados**. Según esta encuesta, un 35% de las gestoras que todavía no cuenta con fondos de estas características tiene previsto registrar y promocionar productos de esta categoría a lo largo de 2015. Las nuevas gamas de perfilados se unirán a las ya creadas por más de la mitad de las gestoras nacionales que, en el 24% de esas entidades, ya acumulan un patrimonio superior al 10% del total. De hecho, esta expectativa de las gestoras se fundamenta en que la mayoría de las firmas participantes en el Observatorio creen que será en los **fondos mixtos** en donde se concentren las mayores suscripciones netas, seguidos de los fondos globales y la renta variable internacional y europea. A diferencia de 2014, ya no figuran entre los preferidos los fondos de rentabilidad objetiva ni los de renta fija, lo que muestra un claro vuelco en la expectativa de oferta por parte de las gestoras de fondos.

De las categorías de fondos de inversión recogidas en el siguiente cuadro cabe mencionar el éxito en nuevas suscripciones de las categorías de **fondos mixtos (multiactivos)**. En realidad, su variada gama (fijas mixtas, variables mixtas) permite ajustarse a los diferentes perfiles de riesgo de los inversores. De ahí el interés de las entidades gestoras en expandir su oferta de "fondos perfilados". **Convendría, no obstante, valorar con rigor cada oferta de fondos mixtos**, pues puede suceder que las fuertes entradas de inversores provengan de una acción comercial masiva de sustitución de producto por parte de los distribuidores, y en su caso, a una comisión de gestión poco favorable para el partícipe.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Tabla 2. **Categorías de Fondos de Inversión en España**

Fuente: Inverco

	Exposición a renta variable	Exposición a riesgo divisa	Otras características
Monetario a corto plazo	0	0	Sin exposición a materias primas. Su objetivo es mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde con los tipos del mercado monetario. Invierten en determinados instrumentos financieros de elevada calidad crediticia. Deben aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente. Deben presentar una duración media de la cartera ≤ 60 días, un vencimiento legal residual de los activos ≤ 397 días.
Monetario	0	0	Sin exposición a materias primas. Su objetivo es mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde con los tipos del mercado monetario. Invierten en determinados instrumentos financieros de elevada calidad crediticia. Deben aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente. Deben presentar una duración media de la cartera ≤ 6 meses, un vencimiento medio de la cartera ≤ 12 meses y un vencimiento legal residual de los activos ≤ 2 años siempre que el plazo para la revisión del tipo de interés sea ≤ 397 días.
Renta fija euro	0	≤10%	
Renta fija internacional	0	Puede ser >10%	
Renta fija mixta euro	<30%	≤30%*	Para las categorías de renta fija mixta euro, renta fija mixta internacional, renta variable mixta euro y renta variable internacional, en el porcentaje de exposición total en riesgo divisa computa la suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro más la exposición al riesgo divisa.
Renta fija mixta internacional	<30%	Puede ser >30%*	
Renta variable mixta euro	≥30% ≤75%	≤30%*	
Renta variable mixta internacional	≥30% ≤75%	Puede ser >30%*	
Renta variable euro	>75%	≤30%	Al menos el 60% de la exposición total en renta variable debe estar emitida por entidades radicadas en el área euro.
Renta variable internacional	>75%	–	
IIC de gestión pasiva	Fondos que replican o reproducen un índice, incluidos los Fondos cotizados, así como Fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.		
Garantizado de rendimiento fijo	Fondos para los que existe garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.		
Garantizado de rendimiento variable	Fondos 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 los Fondos con la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.		
De garantía parcial	Fondos con objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.		
Retorno absoluto	Fondos con un objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica. Para ello sigue técnicas de valor absoluto, *"relative value"*, dinámicas...		
Global	Fondos cuya política de inversión no encaje en ninguna de las vocaciones señaladas anteriormente.		

Otras categorías que habitualmente pueden dejar más abierto el nivel de riesgo a asumir, serían los fondos globales, los fondos de rentabilidad absoluta (o retorno absoluto), e incluso los llamados mixtos flexibles. Todos ellos pueden ser igualmente recomendables para su inclusión potencial en determinadas carteras diversificadas de fondos. Eso sí, considerados de forma aislada, requerirán de un análisis, información y explicación muy detalladas.

En el entorno actual de mercado, puede ser interesante explorar la categoría conocida como **fondos de retorno Absoluto**, en la que se encuadran múltiples estrategias "no tradicionales" de gestión[2] desarrolladas por fondos que, en muchos casos, ya presentan un *track-record* (historial) sólido. La ventaja del retorno absoluto radica en la posibilidad de mejorar la calidad de la diversificación al ser incorporado a las carteras (beneficios por diversificación al ser menor su correlación).

- *"Retorno Absoluto"*, como *Filosofía de Inversión*
  - Conseguir Retorno Target con el menor riesgo posible.
  - La Calidad de los Retornos (también) es importante
- *"Gestión Activa del Riesgo"*, es la *Prioridad esencial*
  - Limitar las caídas, permite recuperar antes las pérdidas

No obstante, los fondos de retorno absoluto son mucho más complejos de entender por el inversor medio y, por ello, si su comercialización tratase de posicionarlos como fondos adecuados para "cualquier" entorno de mercado, podrían acabar causando decepciones al inversor. De hecho, se ha demostrado que su objetivo de preservación no es óbice para que también puedan experimentar caídas en su valor liquidativo. Cabe esperar que no se repitan, en esta ocasión, algunas malas experiencias del pasado (monetarios dinámicos, gamas VaR, etc.).

Finalmente, y asumiendo que existe un proceso riguroso para la selección del mejor vehículo, también **nos parece crucial cómo se configura la propia Cartera de Fondos**. La comentada "migración" actual hacia fondos de más riesgo debería ir necesariamente ligada a una suficiente diversificación. Es decir, a la conformación de una "cartera de fondos" diversificada globalmente, entre otros, según los criterios siguientes aplicables a las carteras subyacentes:

- Activos y mercados
- Perfiles de liquidez (activos más y menos líquidos, incluso ante escenarios de estrés)
- Áreas geográficas (bien por la sede del emisor, o por la diversificación de su negocio)
- Horizontes temporales, e idealmente,
- Entidades gestoras.

En efecto, la Cartera de Fondos debiera buscar una diversificación entre vehículos (fondos) de distintas gestoras, todavía hoy no siempre asumido en las recomendaciones de algunos comercializadores. Algo de sentido común es que "nadie es capaz de ser el primero de la clase en la gestión de todo tipo de activo en cualquier área geográfica".

[2] Por estrategias 'no tradicionales' de gestión nos referimos a toda una serie heterogénea de estilos activos de inversión que no se limitan simplemente a apostar al alza en los precios de los activos en cartera (sólo largas o *long-only*).

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Anexo 1. Revisión del contexto internacional de los ahorradores

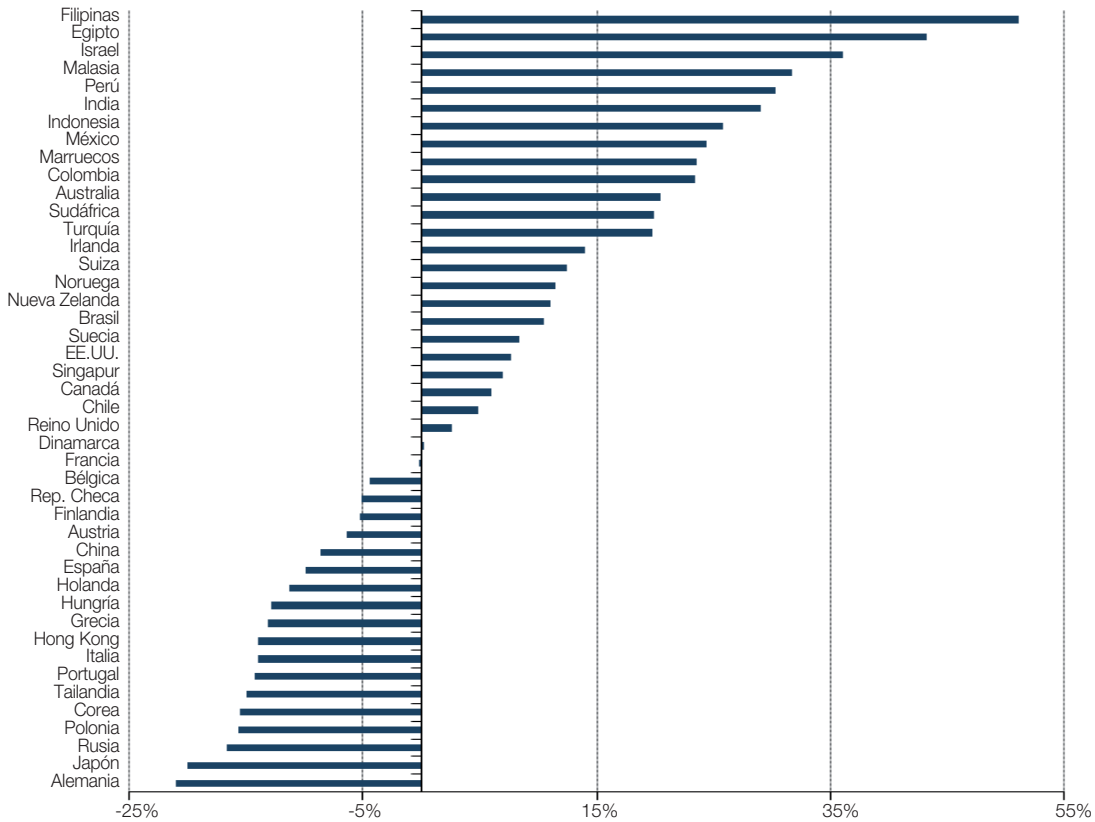
A continuación, se revisan de algunas de las pautas básicas del ahorro en países de nuestro entorno.

A) ALEMANIA

En ocasiones, una imagen vale más que mil palabras. Así, tal y como se puede observar en el gráfico 1 a continuación, Alemania se enfrenta a un **severo problema de reducción en su base laboral**, con una previsión de decrecimiento del 20%, sólo comparable al caso de Japón. Es decir, está en el lado menos deseable del gráfico. Otros países europeos como Italia o España tampoco presentan previsiones mucho más esperanzadoras en este asunto. La evolución demográfica es un tema esencial para el futuro económico de una nación. Una natalidad alta permite ampliar la base de la pirámide de población y esto determina un mayor colectivo de gente en edad de trabajar (más producción). Pero además, una natalidad alta ayuda claramente al sostenimiento del propio estado de bienestar.

Gráfico 1. **Estimación del crecimiento de la población en edad de trabajar, 2013-2038.**

Fuente: BofA Merrill Lynch GIS, UN Population Database.

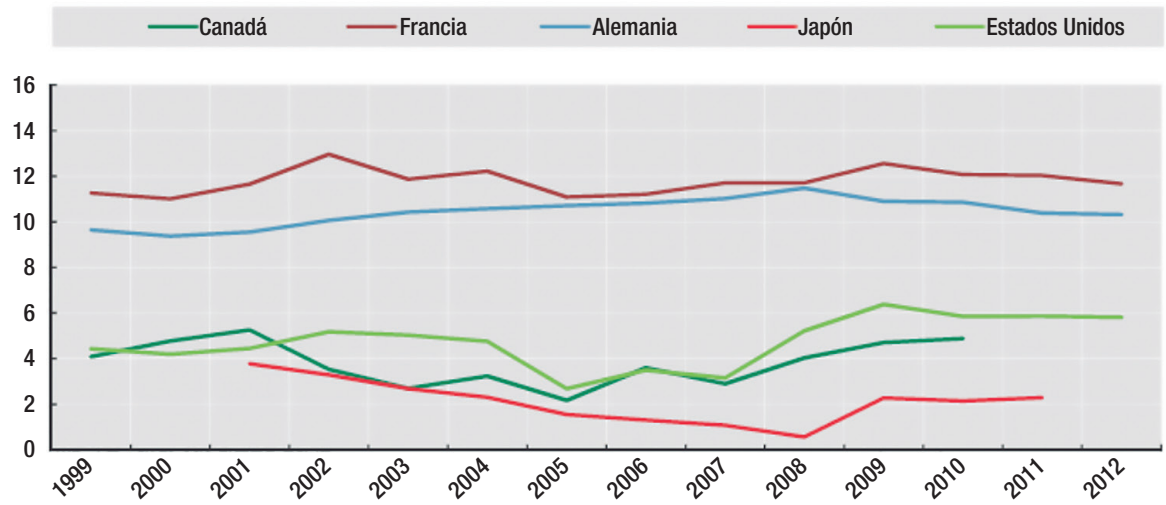


Algunos rasgos básicos que ya se anticipaban en el anterior estudio comparado, y que ahora se desarrollan, en relación con el mercado alemán del ahorro son las siguientes:

- **La tasa de ahorro financiero (neto) de las familias alemanas es una de las más elevadas de la OCDE**. Como se puede ver en el gráfico de abajo, con datos OCDE en 2012 esta tasa ascendió en Alemania al 10,3%, frente al 7% de media en la Eurozona. Esta circunstancia suele relacionarse con un porcentaje bajo de vivienda en propiedad del 52,3%, siendo el más bajo de Europa junto con Suiza. Por otra parte, y según Eurostat, la deuda de los hogares alemanes en porcentaje sobre su renta bruta disponible se situó en 2013 en el 83%, también una de las más bajas en Europa.

Gráfico 2. **Tasas de ahorro neto de las familias, 2012, porcentaje de renta disponible.**

Fuente: OCDE

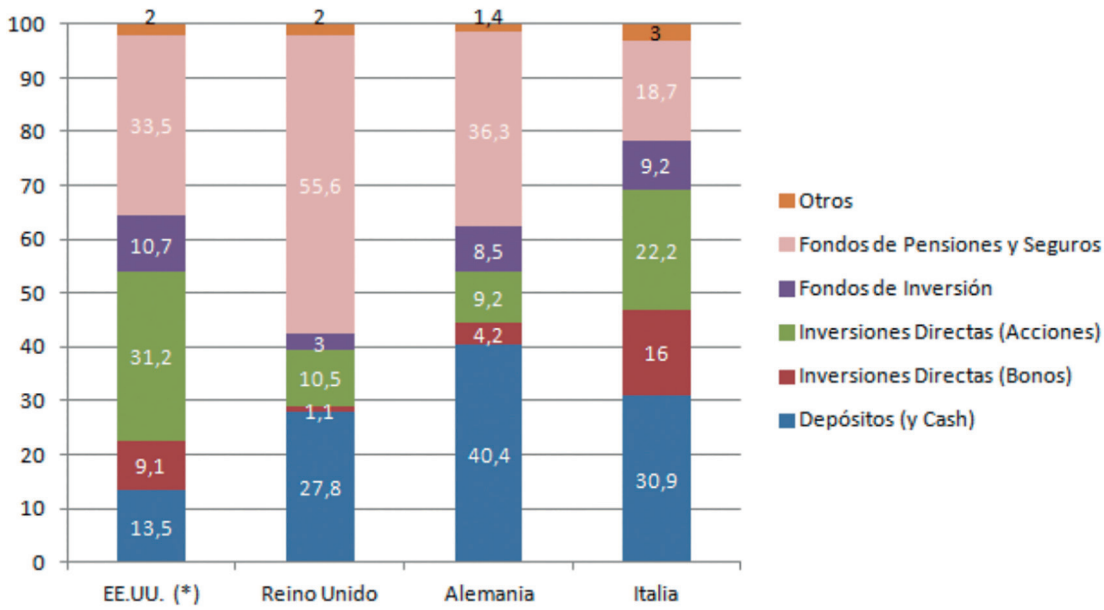


- **El perfil del ahorrador es, en general, bastante conservador**. En efecto, el ahorro en depósitos y cuentas de efectivo representa el 40,4% del total. Sin embargo, una gran tradición inversora en productos de seguros eleva en Alemania el peso del epígrafe "Fondos de Pensiones y Seguros" hasta el 36,3%. Esta cifra es más del doble del peso del epígrafe en España. En el gráfico siguiente se encuentra actualizada la distribución comparada de la riqueza financiera de nuestro primer estudio, incorporando además a Italia. En Alemania se presenta un perfil menos arriesgado que en el resto de países, lo que significa que hay más depósitos bancarios y menos inversiones directas y fondos de inversión.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Gráfico 3. **Distribución de la riqueza financiera en 2013, porcentaje.**

Fuente: Elaboración propia con datos OCDE



(*) Los datos de EE.UU. corresponden a 2012

- **La seguridad de la inversión continúa siendo el factor primordial para el ahorrador**. De hecho, el ahorrador alemán está cada vez más preocupado por la sostenibilidad de su nivel de vida en la etapa de la jubilación.

- **La dependencia del sistema público de pensiones, tradicionalmente muy elevada en Alemania, ahora está inmersa en un proceso de cambio** desde las reformas Riester y Rürup. Cabe destacar que el ratio de dependencia en Alemania, es decir, la proporción de personas 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 tiene un peso significativo en la distribución**, aunque presenta cierta atomización tanto por tipo de entidad (cooperativas, cajas, *landesbanken*, etc.), como por su desigual implantación geográfica.

Alemania es uno de los países en el ámbito europeo que ha emprendido más reformas relevantes en su sistema de pensiones, lo que en realidad es un ejercicio sano de realismo y de adaptación de su sociedad a las nuevas circunstancias para tratar de salvaguardar la sostenibilidad del sistema. El proceso de reforma del sistema de pensiones en Alemania se inició en 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 espacio vacío que previsiblemente dejaría el sistema público en su contribución a la tasa bruta de sustitución. El esquema de rentas Riester nacía como un complemento al 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 parte, a través de subsidios (básicos y familiares por hijos) mediante la aportación pública directa a las cuentas de pensiones. Los subsidios sólo se aplicaban a aquellos ahorradores que cubrían unos requerimientos mínimos de ahorro sobre sus 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 eran soportadas por el empleado o su empresario. Tras esta reforma, casi 16 millones de personas en Alemania ya se ocupan de su ahorro para la jubilación privadamente a través de las Rentas Riester.

Posteriormente, el sistema de **Rentas Rürup** sirvió para extender este modelo a los oficios, autónomos y trabajadores por cuenta propia, permitiendo aportaciones anuales de hasta 20.000 euros (o de 40.000 euros para núcleo familiar), con una deducción parcial de impuestos considerándolas como gastos extraordinarios. La deducción era del 76% en 2013, pero se asume que va ascendiendo progresivamente hasta alcanzar el 100% en 2025. De hecho, ambos sistemas pueden ser compatibles fiscalmente. En el sistema Riester el límite de aportación asciende a 2.100 euros por año, mientras que en Rürup pueden llegar hasta 20.000/40.000 euros.

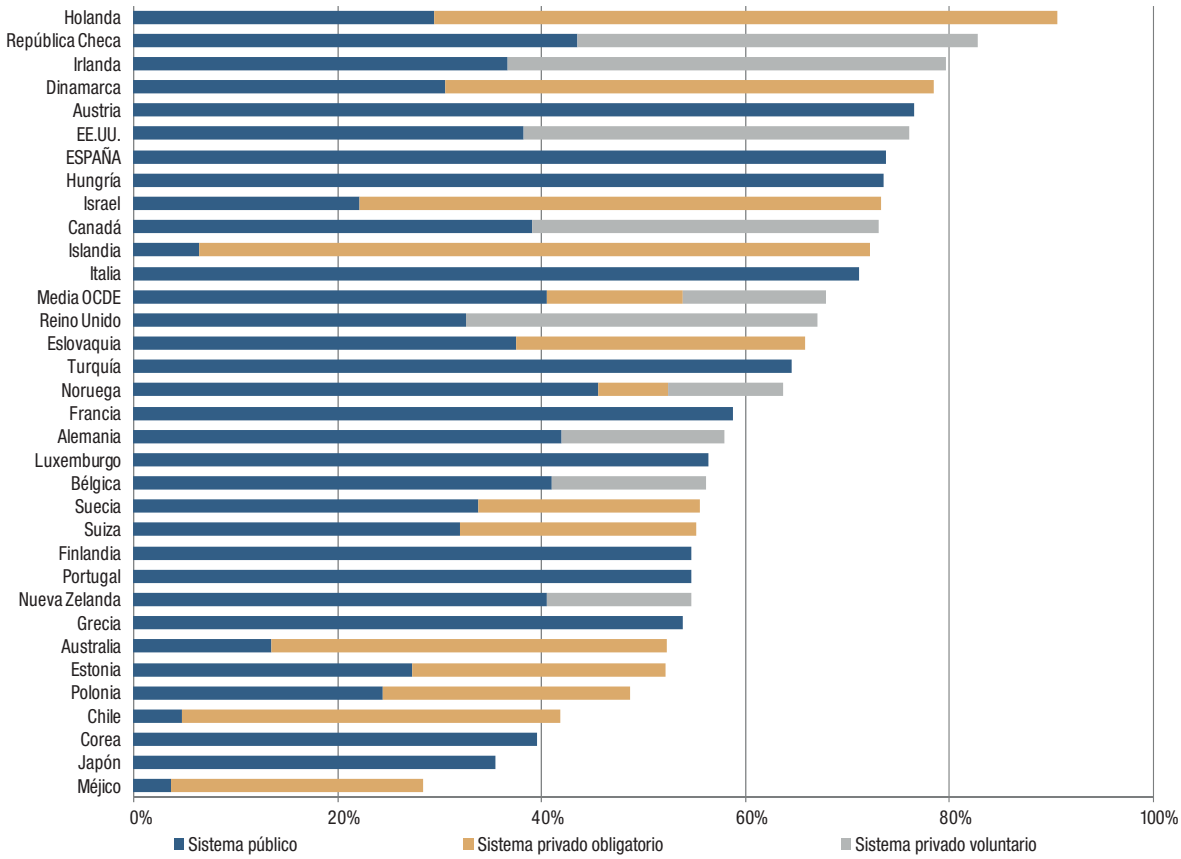
Con todo ello, en Alemania se calcula que, aproximadamente, un tercio de la población activa ha constituido un plan de pensiones privado de carácter ocupacional. Por ello, tras las reformas emprendidas, de la tasa de sustitución estimada para Alemania[3], próxima al 60%, casi un 15% proviene ya del sistema privado voluntario, correspondiendo el resto al sistema público (ver gráfico 4).

[3] Cuando hablamos de la tasa bruta de sustitución, estamos haciendo referencia al porcentaje del último salario percibido como trabajador activo que será percibido después como pensionista.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Gráfico 4. **Tasas de sustitución públicas y privadas en países OCDE, 2013.**

Fuente: Inverco



En el caso de Alemania **la figura de los fondos de inversión tiene una muy especial importancia como vehículo "canalizador" de inversiones**. Según datos de BVI en 2013 casi el 60% del patrimonio total gestionado, de 1.786,4 miles de millones de euros, correspondía a los "fondos especiales" para instituciones, conocidos en Alemania como "**Spezialfonds**". El negocio asegurador y de pensiones canaliza buena parte de su inversión a través de fondos de inversión. Por esta razón, se puede decir que el fondo de inversión representa en Alemania el "núcleo" de las carteras de previsión empresarial y de pensiones en general. Por ejemplo, en el sistema de Rentas Riester, representan un quinto del volumen total de la inversión. En el caso de las aseguradoras de vida, éstas invierten a través de fondos más del 25% de su cartera, siendo la proporción incluso mayor en el caso de las pensiones de empresa.

Además la caída de rentabilidad en otras alternativas de inversión como los depósitos bancarios o la deuda soberana, no ha hecho sino empujar más a las instituciones hacia los fondos en sus diversas categorías (crédito, acciones, inmuebles, etc.).

En cuanto a los **fondos para minoristas**, también en Alemania se están produciendo ahora flujos relevantes de entrada en los fondos mixtos. No obstante, los fondos de inversión siguen siendo un vehículo bastante residual en la inversión de las familias.

Tabla 1. **Categorías de inversión en Fondos minoristas.**

Fuente: Elaboración propia con datos de BVI

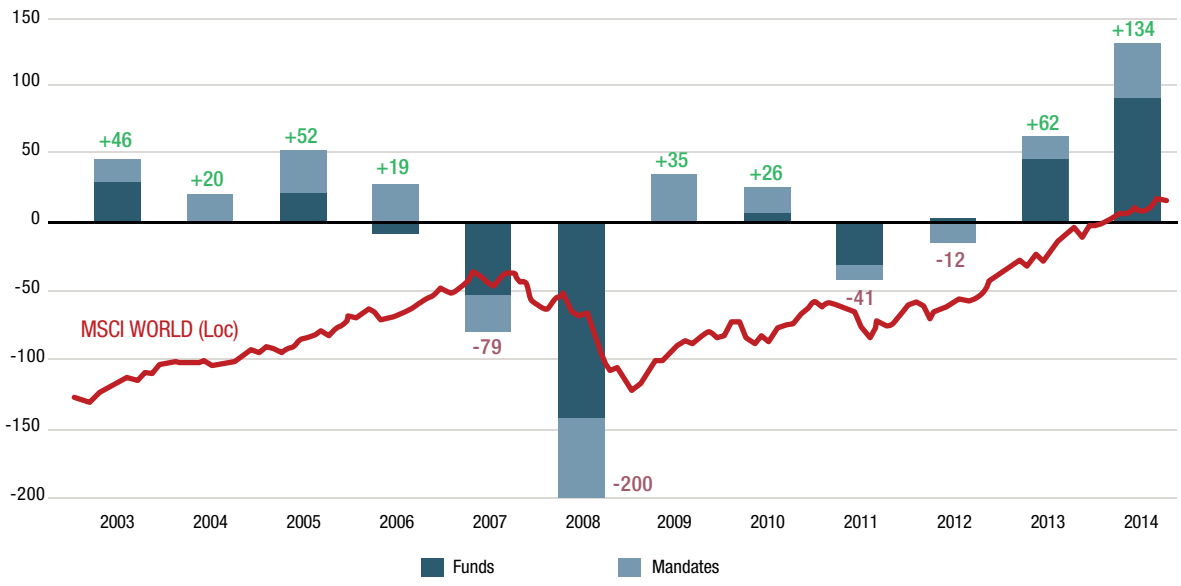
Fondos minoristas	
Fondos de Acciones	37,2%
Fondos de Renta Fija	22,8%
Fondos Mixtos	20,0%
Fondos Garantizados	4,0%
Fondos Monetarios	1,4%
Fondos Inmobiliarios	11,3%
Otros	3,3%

B) ITALIA

Al igual que ocurre en otros países, el mercado italiano tiende a ser pro-cíclico, creciendo fuertemente en Fondos y Mandatos cuando el mercado de bolsa es favorable, y viceversa.

Gráfico 5. **Evolución de flujos anuales, miles de millones de euros.**

Fuente: Assogestioni



Como puede observarse en los dos gráficos siguientes, la evolución positiva de la financiación de los bancos italianos, que son ahora menos dependientes del segmento minorista, ha permitido una reducción de los flujos inversores hacia bonos del tesoro y bonos bancarios para el *retail*, y con ello un progresivo incremento de las entradas en los fondos de inversión.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Gráfico 6. **Evolución de flujos de inversión, datos trimestrales en miles de millones de euros.**

Fuente: Assogestioni y Banco de Italia

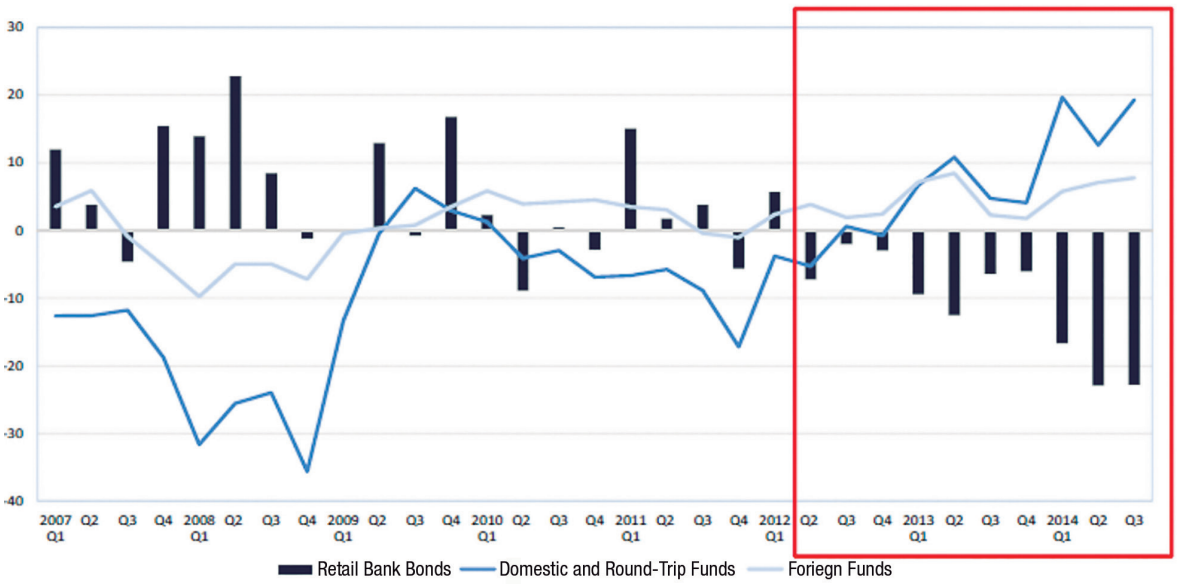
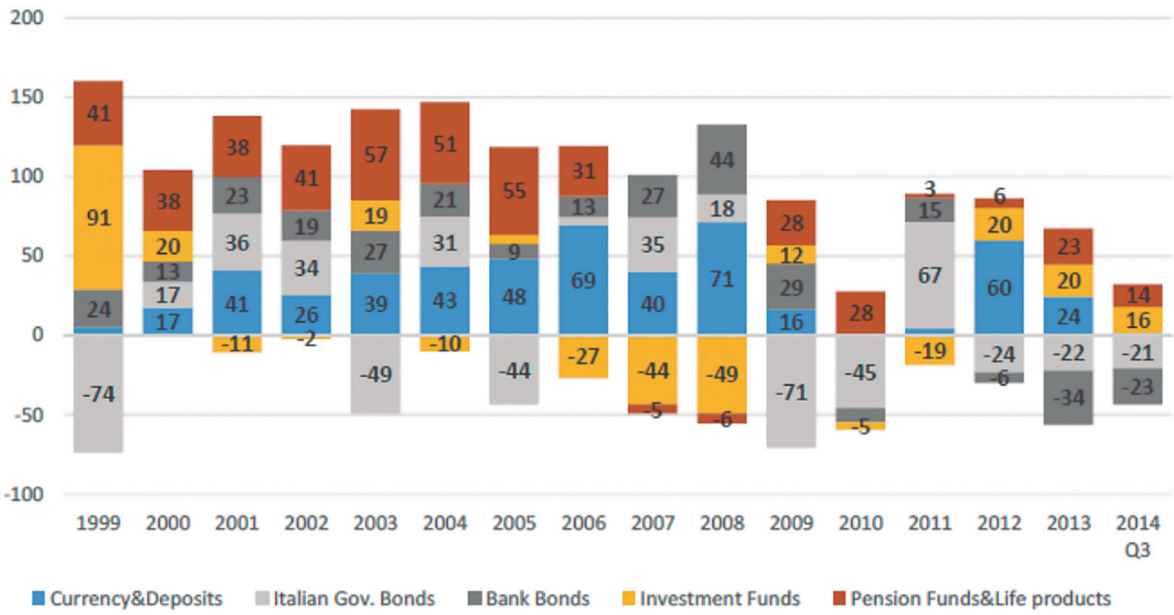


Gráfico 7. **Evolución de flujos de inversión, miles de millones de euros.**

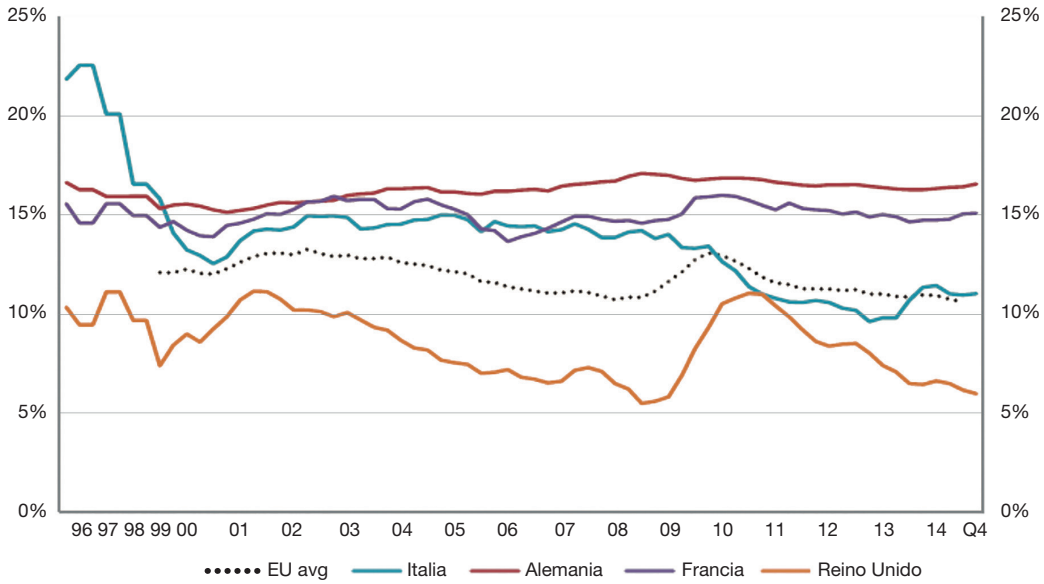
Fuente: Assogestioni y Banco de Italia



Por su parte, las tasas de ahorro (bruto) vienen descendiendo en Italia durante los últimos años desde niveles del 15% hasta cifras cercanas al 11%, situándose en línea con la media de la UE, aunque por debajo de las tasas alemana y francesa.

Gráfico 8. **Tasas de ahorro bruto de las familias europeas.**

Fuente: Assogestioni y Eurostat



Algunos rasgos esenciales del Mercado del Ahorro en Italia serían los siguientes:

- Tradicionalmente las familias italianas presentan una elevada proporción de **inversiones no financieras** superior al 60%. De hecho, en línea con otros países del sur de Europa, el porcentaje de vivienda en propiedad era en 2013 superior a la media europea (73% frente a 69,9%). Destaca positivamente, sin embargo, que el nivel de deuda de los hogares italianos (medido como porcentaje de la renta bruta disponible) asciende a tan sólo el 63%, frente el 83% de Alemania o el 116% de España.

- En cuanto a las **inversiones financieras** se debe señalar que el nivel de inversión directa es muy elevado alcanzando casi el 40%. Destaca el elevado porcentaje en bonos (14,8%), convirtiendo a Italia en el mercado *retail* de bonos más grande de Europa. Además la mitad de la inversión directa en bonos corresponde a emisiones bancarias.

- La **inversión directa en acciones cotizadas es bastante residual**. Mientras que la inversión en no cotizadas es especialmente relevante ya que en países como Italia, hay una gran presencia de pequeñas compañías (*small firms*) en su entorno empresarial.

- Los **fondos de inversión han sufrido múltiples altibajos** , más importantes en los últimos años. Los fondos llegaron a pesar el 18% de la inversión en 1999, posteriormente, cayeron al 7,2% y en la actualidad se recuperan de nuevo hasta el 9,2%.

- Los **productos de pensiones y seguros han crecido** hasta el 18,% del total, pero su peso puede ser considerado aún bastante modesto, si se compara con el resto de países del estudio.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Tabla 2. **Composición de la inversión financiera de las familias italianas, tercer trimestre 2014, porcentaje.**

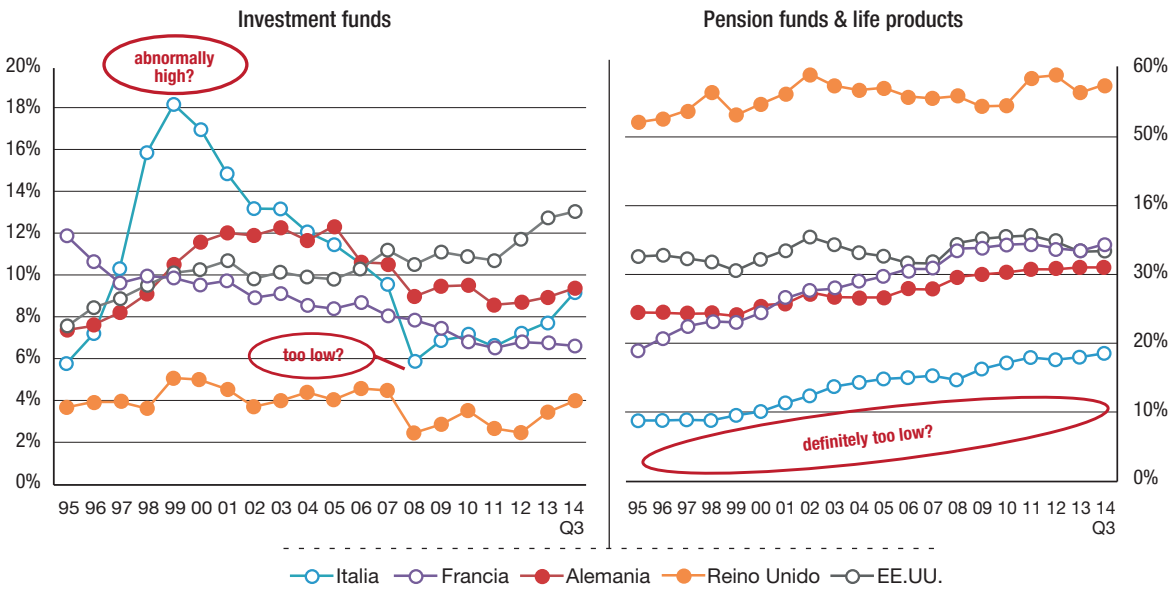
Fuente: Assogestioni con datos de Eurostat, BCE, OCDE y Deustche Bundesbank

	Total Asset €bn	Currency & deposits	Bonds		Stocks		Investment funds	Pension funds & life pr
			Total	Issued by banks	Total	Listed		
Italia								
1995	1.797	38,3	22,7	1,9	19,3	2,8	5,8	8,8
2000	3.042	22,9	16,5	6,4	29,5	5,4	17,0	10,0
2005	3.713	24,6	19,8	7,4	25,3	2,5	11,5	14,7
2010	3.732	29,9	19,1	10,0	22,4	1,9	7,2	17,1
2012	3.775	31,2	18,7	9,9	21,2	1,5	7,2	17,6
2013	3.873	31,1	16,1	8,4	23,1	1,6	7,8	18,0
2014 Q3	4.016	30,4	14,8	6,3	23,3	1,7	9,2	18,5
Francia	4.713	28,2	1,7	n.a.	21,5	3,9	6,5	33,5
Alemania	5.175	39,1	4,0	n.a.	9,8	4,6	9,4	30,9
Reino Unido	7.328	24,5	0,7	n.a.	9,1	7,1	4,0	57,4
EE.UU.	53.053	13,5	4,8	n.a.	33,1	n.a.	13,1	33,4

En conclusión, haciendo un análisis comparado con el resto de países de la anterior tabla, las familias italianas tienen más depósitos (salvo Alemania), más inversiones directas (siendo especialmente elevadas en bonos y bastante peculiares en el epígrafe de acciones no cotizadas), y, finalmente, fondos de inversión y productos de pensiones y seguros en aumento (ver gráfico 9).

Gráfico 9. **Productos de gestión en la riqueza financiera de las familias italianas.**

Fuente: Assogestioni con datos de Eurostat, BCE, OCDE y Deustche Bundesbank



Respecto al **Sistema de Pensiones** en Italia, cabe indicar que, al igual que en el caso de Alemania, se han introducido reformas de gran calado en el sistema. Se buscó un sistema de contribución definida en el que las pensiones se determinarían teniendo en cuenta la totalidad de la vida laboral e incorporando además mecanismos de ajuste automático relativos a los cambios en la esperanza de vida o en la tasa de dependencia de la población mayor.

Tal y como se adelantaba en el propio estudio, el sistema de pensiones italiano descansa en tres pilares:

a) Un sistema público de reparto basado en el principio de cuentas nocionales;

b) Un sistema de capitalización complementario articulado a través de las empresas; y

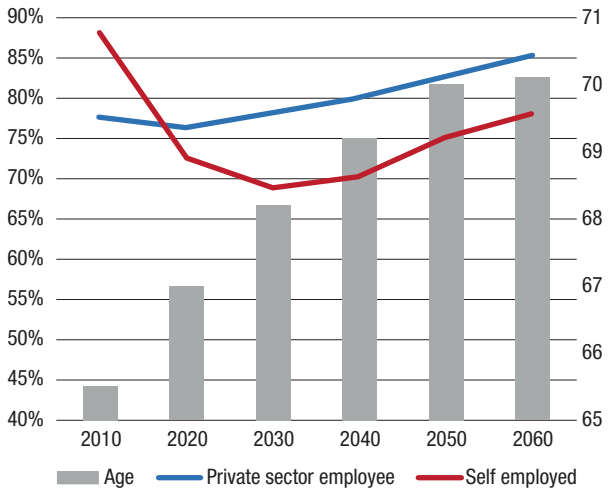
c) Un sistema privado de carácter voluntario.

En el sistema público cada individuo acumula sus cotizaciones en una cuenta virtual, cuyo rendimiento dependerá del crecimiento medio del PIB de la economía durante los últimos cinco años. Y así, cuando el individuo se jubila, la prestación se traduce en una renta vitalicia anual, basada en el saldo acumulado en sus cuentas individuales y en un factor de conversión que depende negativamente de la esperanza de vida específica de la cohorte que se jubila ese año y positivamente de la edad de jubilación.

Al mismo tiempo que se introdujo este sistema de cuentas nocionales, también se buscó el fomentar la contribución a fondos de pensiones privados, mediante la introducción de múltiples incentivos fiscales. A pesar de ello, y al igual que en España, la tasa de sustitución depende casi por completo del sistema público, estabilizándose en niveles estimados mínimos del 70%.

Gráfico 10. **Tasa de Sustitución estimada a futuro, empleados y autónomos.**

Fuente: Assogestioni



1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

En cuanto a la relevancia del "Ahorro Gestionado" en Italia, en la tabla siguiente se puede ver una distinción peculiar en la economía italiana entre activos en "Gestión Colectiva" (fondos abiertos y cerrados) y en "Gestión de Carteras" (tanto de minoristas, como de instituciones) por un valor total de 1.735 millardos de euros.

Tabla 3. **Cifras del Patrimonio del Ahorro Gestionado, abril de 2015.**

Fuente: Assogestioni. ("*Fondi chiusi*" = fondos cerrados inmobiliarios, sobre todo para instituciones).

	RACCOLTA NETTA			PATRIMONIO GESTITO			
	Aprile 2015 Mln. euro	Marzo 2015 Mln. euro	da inizio anno Mln. euro	Aprile 2015 Mln. euro	%	Marzo 2015 Mln. euro	%
Industria del risparmio gestito							
TOTALE	15.835	22.737	71.249	1.735.573	100,0%	1.730.522	100,0%
GESTIONI COLLETTIVE	11.611	15.725	50.412	824.456	47,5%	813.384	47,0%
Fondi aperti	11.651	15.544	50.220	776.065	44,7%	764.930	44,2%
Fondi chiusi	-40	181	192	48.391	2,8%	48.453	2,8%
GESTIONI DI PORTAFOGLIO	4.224	7.012	20.837	911.117	52,5%	917.139	53,0%
retail	2.963	3.718	12.497	128.270	7,4%	128.945	7,5%
istituzionali	1.261	3.294	8.340	782.847	45,1%	788.194	45,5%

Resulta también interesante la elevada proporción de fondos de derecho extranjero (70,4%) entre los fondos abiertos. De esa proporción aproximadamente el 40% se correspondería con vehículos extranjeros gestionados por entidades italianas (*round-trip*), y el otro 30% a vehículos pertenecientes a grupos de gestión totalmente foráneos. El restante 30% se correspondería con fondos de derecho italiano.

Tabla 4. **Cifras del Patrimonio de Fondos Abiertos, abril 2015.**

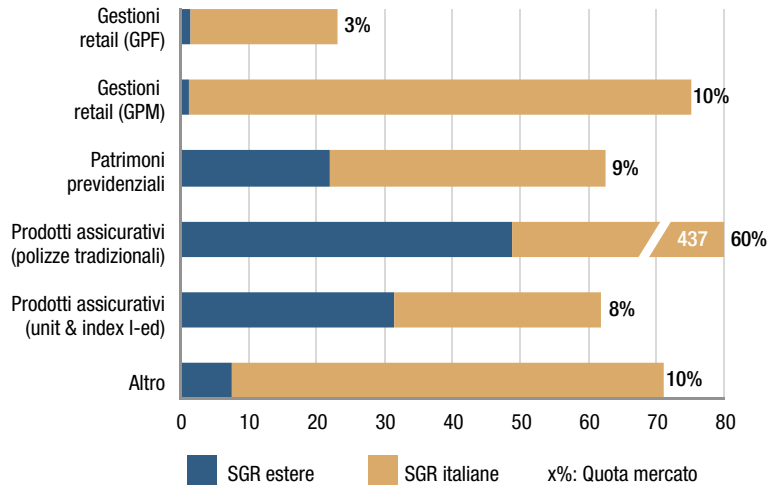
Fuente: Assogestioni

TOTALE	11.651	15.544	50.220	776.065	100,0%	764.930	100,0%
FONDI DI LUNGO TERMINE	11.718	15.705	50.763	748.659	96,5%	737.510	96,4%
AZIONARI	-299	2.287	4.930	167.926	21,6%	167.957	22,0%
BILANCIATI	1.970	2.059	8.434	55.842	7,2%	54.034	7,1%
OBBLIGAZIONARI	4.575	4.497	16.753	340.031	43,8%	336.438	44,0%
FLESSIBILI	5.582	6.935	20.972	179.166	23,1%	173.311	22,7%
HEDGE	-110	-73	-326	5.694	0,7%	5.769	0,8%
FONDI MONETARI	-74	-158	-560	26.431	3,4%	26.452	3,5%
NON CLASSIFICATI	7	-3	16	974	0,1%	968	0,1%
FONDI DI DIRITTO ITALIANO	4.142	3.931	14.263	229.456	29,6%	226.282	29,6%
FONDI DI DIRITTO ESTERO	7.509	11.613	35.956	546.610	70,4%	538.648	70,4%

Como se indicó anteriormente, la denominada Gestión de Carteras (*portafoglio*) o gestión patrimonial representa hasta un 52,5% del patrimonio total del ahorro gestionado e incluye, tanto Mandatos para Minoristas (GPF y GPM), como para Institucionales (Carteras de Previsión/ Pensiones y Productos de Seguros):

Gráfico 11. **Patrimonio gestionado en carteras 2013.**

Fuente: Assogestioni.



Nota: En azul oscuro si Gestora extranjera; azul claro si Gestora italiana; el porcentaje se refiere a la cuota de mercado.

Sólo el 13% del patrimonio en Gestión de Carteras está dedicado a mandatos para la clientela minorista. En realidad, se trata de inversores privados con elevada capacidad de ahorro a los que la Sociedad Gestora les ofrece soluciones de gestión personalizadas: a diferencia de los fondos de inversión (o *fondi comuni*), la gestión patrimonial se realiza de forma separada para cada cliente. En consecuencia, al tratarse de un servicio de inversión "personalizado" y no de un producto estándar, la cartera de un cliente puede ser totalmente diferente a la de otro, todo ello en función de un análisis específico ajustado a las exigencias y objetivos de inversión en cada caso.

Existen dos tipos principales de servicio de gestión patrimonial minorista en Italia:

- **Gestione Patrimoniale Mobiliare (GPM):** mediante la inversión directa del patrimonio principalmente en los instrumentos financieros clásicos (acciones, bonos, etc.).

- **Gestione Patrimoniale in Fondi o SICAV (GPF/GPS):** mediante la inversión del patrimonio principalmente en acciones de instituciones u organismos de inversión colectiva del ahorro (fondos de inversión, SICAV, ETF, etc.).

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Finalmente, algunas conclusiones que se derivan de este análisis del mercado italiano del ahorro son las siguientes:

- Tener un **inversor institucional** fuerte es clave para el desarrollo de un mercado de fondos. También sería conveniente el concienciar a los jóvenes sobre la necesidad de ahorrar para el futuro (previsión y pensiones).

- El papel de la banca en la cadena de distribución continúa siendo importante. En el pasado los bancos desarrollaron una intensa actividad comercial encaminada a colocar su deuda entre los minoristas para cubrir sus propias necesidades de financiación.

- La presencia de agentes y de asesores de inversión en el mercado puede permitir entablar relaciones a más largo plazo y favorecer la recomendación de fondos de inversión. Mientras que la estrategia de distribución bancaria ha estado más condicionada por limitaciones de carácter presupuestario.

- Algunos distribuidores de fondos tienen aún un modelo relativamente cerrado. La arquitectura abierta es más habitual para los clientes más grandes,que a menudo pagan por el asesoramiento.

- Como ocurre en otros países, la cuestión de las retrocesiones de los fondos/productos de ahorro está aún pendiente de resolver con MIFID-II en Italia. Más del 70% de los costes en los fondos sirven para retribuir a la distribución.

C) ESTADOS UNIDOS

Antecedentes:

La economía de los EE.UU. dio muestras de fortaleza en 2014, registrando una tasa de crecimiento del PIB del 2,4%. El gasto de los consumidores, que representan casi el 70% del PIB, ascendió al 2,5%. La confianza del consumidor americano se vio muy apoyada por la mejoría en el mercado inmobiliario, la caída en los precios de la energía y una menor tasa de desempleo. En este sentido, esta tasa alcanzó en mayo de 2015 el 5,5%, nivel muy cercano al que podríamos considerar de "desempleo estructural". A pesar de las dudas planteadas entorno a la tasa de participación en el mercado laboral, que es todavía más baja que antes de la crisis, no cabe duda de que, si la economía se va acercando al nivel de pleno empleo, cabría prever nuevas tensiones inflacionistas originadas por mayores costes laborales. Es por ello previsible que la Reserva Federal inicie, quizás mas adelante, un nuevo ciclo de subidas en los tipos de intervención (desde el actual 0%). Como se planteaba en la introducción, lo que se deba entender por "**normalización**" dista hoy de ser algo preciso ante la incertidumbre que plantean los efectos de las medidas no convencionales y de represión financiera (posible cambio de paradigma). La pregunta es: ¿qué ocurrirá en los mercados si empiezan a subir los tipos?

Mercado de ahorro en los EE.UU.

Entre las notas más características del Mercado del ahorro en los EE.UU. nos gustaría destacar las siguientes:

- El ahorrador tiene una clara orientación al largo plazo en el horizonte de su inversión. El 74% de los inversores en fondos menciona a la cobertura de la jubilación como su principal objetivo. La mayoría del patrimonio de fondos con inversiones a más largo plazo pertenecen a las familias.

- Existen **productos financieros flexibles para canalizar el ahorro**. En este sentido, las figuras de los planes de ahorro, ligadas a la cobertura de la jubilación (cuentas individuales IRA o planes de empleo 401(K)), facilitan mecanismos flexibles de inversión a largo plazo y permiten ahorrar en un amplio elenco de subyacentes disponibles (no estancos) con una fiscalidad favorable. Son instrumentos flexibles de ahorro financiero con unos objetivos de previsión y que priman la inversión duradera. La tasa de ahorro neto de las familias es del 5,8%, inferior a la media UE del 7%.

- Hay una **proporción equilibrada** entre la contribución del **sistema público obligatorio y del sistema privado voluntario** a la tasa bruta de sustitución. Esta circunstancia, junto a una demografía más favorable, explica cómo el gasto público en pensiones (medido sobre el PIB de EE.UU.) es de una magnitud inferior a la media de la OCDE. Además, el sistema público contribuye en una tasa inferior al 45% del salario promedio de la vida laboral, lo que estaría en línea con el nivel recomendado por la OIT.

- Según la tabla 5, la tasa de sustitución media en la OCDE alcanzó en 2013 el 68%, correspondiendo el 41% al sistema público, y el 27% al privado (13% obligatorio y 14% voluntario). En el caso de los EE.UU., esta tasa superaba el 76%, con una proporción paritaria entre los sistemas público y privado. Como contraste, en España, se alcanzaba el 73,9%, siendo esta soportada en su totalidad por el sistema público.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Tabla 5. **Tasa bruta de sustitución y proporción de activos en FFPP privados.**

Fuente: Inverco con datos OCDE 2013

	Tasa bruta de sustitución en cada sistema					Activos en fondos de pensiones privados (% PIB)
	Sistema público	Sistema privado obligatorio	Total obligatorio	Sistema privado voluntario	TOTAL	
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	6, 52, 11,3 63,87,6	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**
EEUU	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

- El mercado del ahorro en los EE.UU. es enorme. De hecho, **el mercado de vehículos de inversión** entre los que se encuentran los "fondos de inversión" (*mutual funds*) y ETFs (*exchange traded funds*), **es el más grande del mundo**. El **perfil de riesgo es más elevado,** con un peso de fondos de renta variable del 56%. También se ven ahora fuertes entradas en fondos mixtos (*Hybrid*).

Gráfico 12. **Peso del Mercado de Fondos y ETFs en EE.UU, 2014, porcentaje sobre activos.**

Fuente: ICI

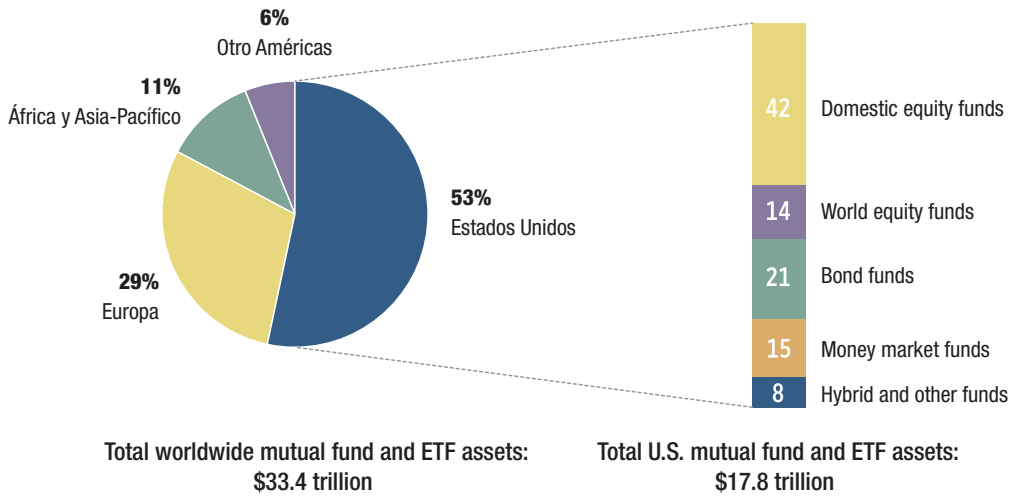
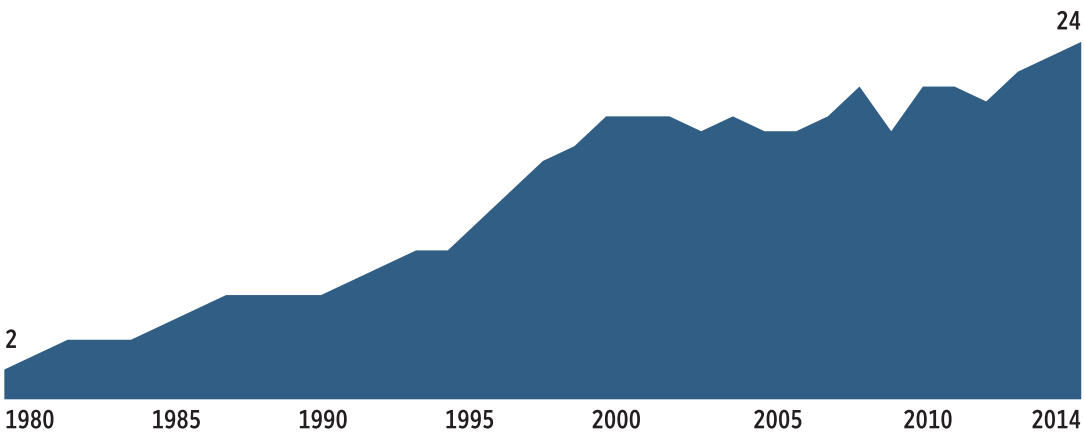


Gráfico 13. **Proporción de ahorro financiero de las familias en *Investment Companies*[4], porcentaje.**

Fuente: ICI y Federal Reserve Board



[4] En *Investment Companies* se incluyen *mutual funds*, *closed-end funds,* ETFs y UITs *(Unit Investment Trusts)*. Los fondos de inversión invertidos (indirectamente) a través de planes de empleo DC, cuentas IRA y variable *annuities* también computan en este porcentaje.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- El vehículo **"fondo de inversión" es un instrumento esencial** para canalizar el ahorro de otros múltiples productos de ahorro. Es decir, la presencia directa o finalista del fondo de inversión es de vital importancia tal y como sugiere la siguiente información de ICI para 2014[5]:

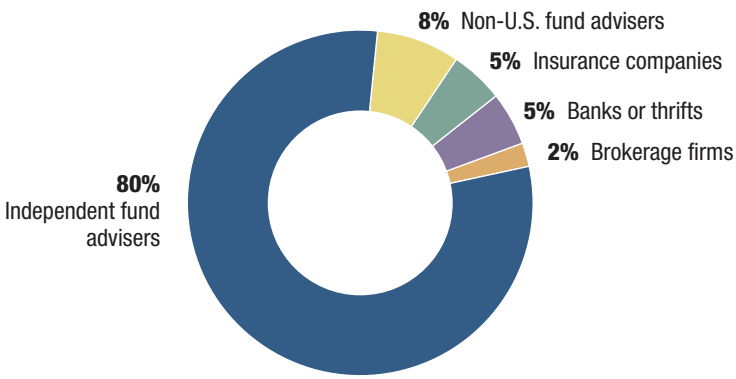
  1. Las familias invierten el 9,9% de sus activos financieros en **planes 401(K)** y, otros planes de jubilación de aportación definida (DC). El 55% de los activos de estos planes se dirige hacia fondos de inversión.
  2. Las familias invierten el 10,9% de sus activos financieros en **Cuentas IRA** (*Individual Retirement Accounts*) El 48% de los activos de estas cuentas se invierte en fondos de inversión.

- Los fondos de inversión suponen también hasta 1,2 billones de dólares del patrimonio de las *variable annuities.*

- **La distribución de los productos de ahorro se halla muy fragmentada.** En EE.UU. hay múltiples alternativas al canal bancario: intermediarios financieros (*brokers*), asesores independientes, *financial planners*, gestoras y supermercados de fondos, planes de empleo, compañías aseguradoras, etc. Casi la mitad de los inversores en fondos llegan por múltiples vías (plan de empleo, *broker*, etc).

Gráfico 14. **Vehículos de inversión por tipo de intermediario, 2014.**

Fuente: ICI

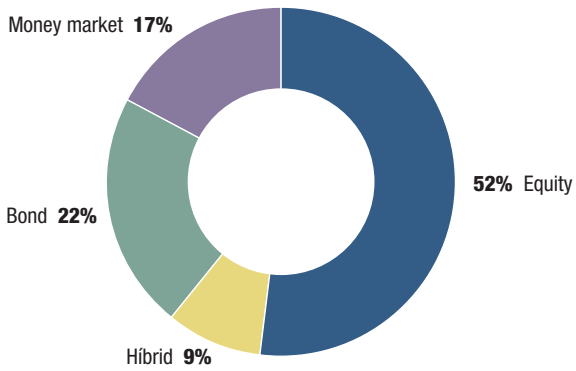


- **El grado de aversión al riesgo del inversor medio es más bajo** de lo habitual. El porcentaje de renta variable en fondos alcanza hasta el 52%.

[5] La relevancia de los planes de Aportación definida (DC) y de las Cuentas IRA es muy evidente, si consideramos que, según información de ICI, a cierre de 2014 estos suponen un 58% de todos los activos dedicados a la jubilación en los EE.UU.

Gráfico 15. **Fondos de inversión por tipo de categoría.**

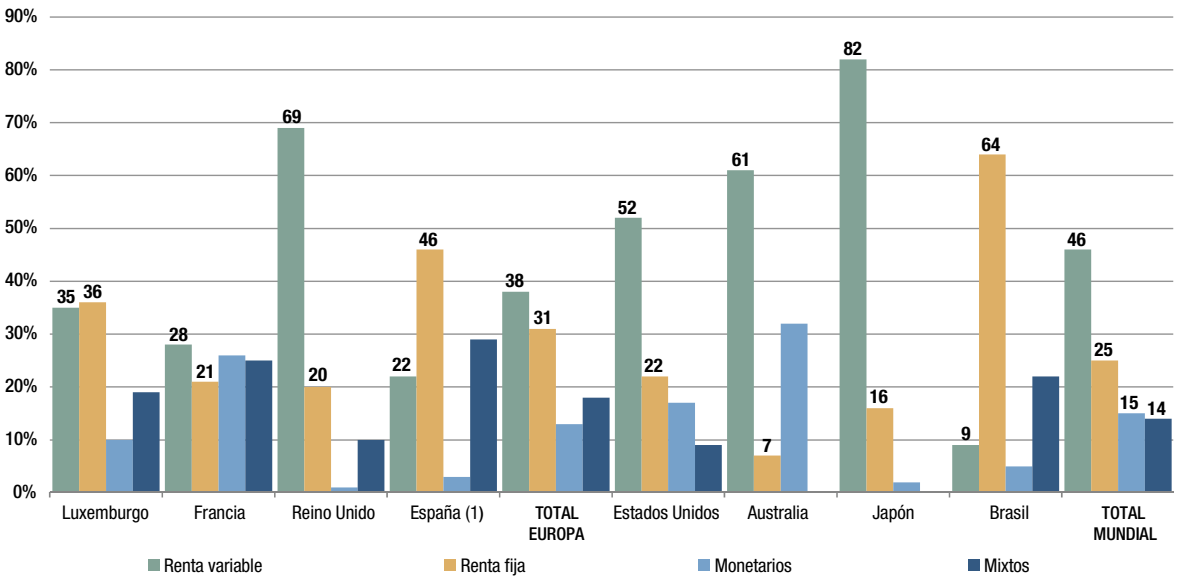
Fuente: ICI



En el gráfico siguiente de Inverco se puede observar, en una muestra amplia de países, cómo el inversor de fondos de inversión en los EE.UU. se decanta por la bolsa en una proporción muy superior al español, y también al europeo, salvo en Reino Unido. La proporción en renta variable de otros instrumentos de inversión como serían los planes 401(K) también se halla cerca del 50% del patrimonio total.

Gráfico 16. **Fondos de inversión a nivel mundial, patrimonio por categorías, 2014.**

Fuente: Inverco



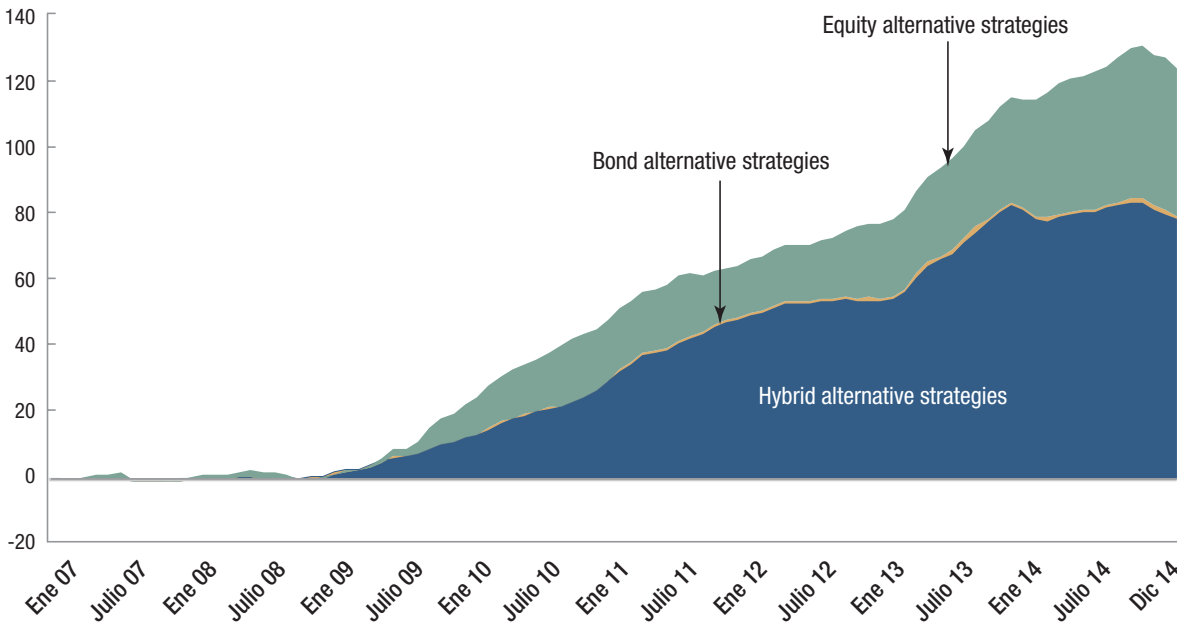
(1) Renta variable en España incluye Garantizados con subyacente de RV

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- Son destacables los **nuevos desarrollos en inversión colectiva ligados a estrategias de inversión alternativa**, lo que a menudo en Europa denominamos "fondos de retorno absoluto". Los formatos regulados (sujetos a la normativa *Investment Company Act of 1940*) de fondos alternativos han atraído fuertemente el interés de los inversores. En efecto, este tipo de estrategias alcanzaron los 170 mil millones de dólares en activos al cierre de 2014, casi el triple de patrimonio que sólo cinco años antes.

Gráfico 17. **Flujos acumulados hacia fondos alternativos.**

Fuente: ICI. (Datos mensuales en millardos de dólares)

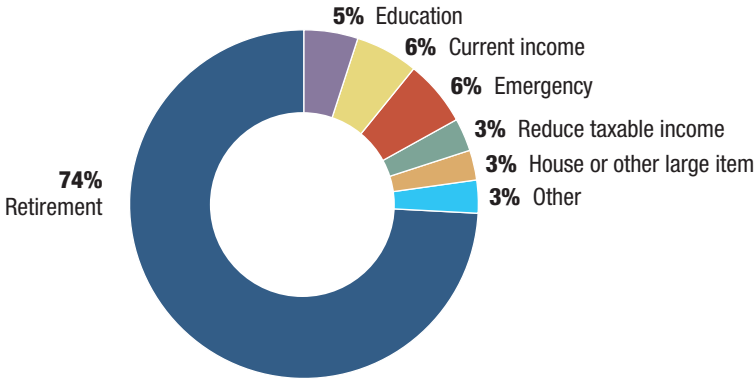


Conclusiones:

La primera conclusión del Mercado de ahorro en los EE.UU. es que **tiene sentido la inversión con un horizonte temporal de largo plazo y mediante fondos de inversión.** En efecto, una encuesta elaborada por ICI en 2014 entre familias que invierten en fondos de inversión puso de manifiesto que la mayoría de los inversores, hasta el 74%, sitúa la cobertura de las necesidades durante la etapa de jubilación como la prioridad fundamental de su inversión. Según el gráfico siguiente, la cobertura de otras necesidades (emergencia, renta corriente, educación, etc.) quedaría a gran distancia entre los objetivos prioritarios.

Gráfico 18. **Objetivo financiero para invertir en Fondos, 2014.**

Fuente: ICI



Del análisis también se concluye que **el desarrollo de vehículos de inversión para la promoción del ahorro a largo plazo contribuye a fortalecer la cobertura de las necesidades futuras de previsión**. Este podría ser el caso de las mencionadas Cuentas IRA (*Individual Retirement Accounts*) que suponen el 30% del mercado de retiro en EE.UU. (desde el 18% hace dos décadas), y su patrimonio alcanzó en 2014 la cifra de 7,4 billones de dólares.

Las cuentas IRA sirven para que, personas sin la cobertura de planes de empresa tengan la oportunidad de ahorrar para la jubilación con una fiscalidad ventajosa. La posibilidad del trasvase desde planes de empleo permite que aquellos trabajadores que abandonan un empleo puedan preservar estos activos y sus ventajas fiscales transfiriendo y consolidando el ahorro previo en una cuenta individual. En consecuencia el crecimiento patrimonial en las cuentas IRA proviene, de un lado, del retorno de las inversiones en cartera, y de otro, de las nuevas aportaciones y, sobre todo de la transferencia desde planes de empresa (*rollovers*). De hecho, en la encuesta de ICI se observa que, más de 8 de cada 10 titulares de una cuenta IRA posee también algún plan de empresa.

Otras características de las cuentas IRA son las siguientes:

- Si bien existe una cierta correlación con el nivel de renta la mayoría de los titulares de Cuentas IRA tienen rentas medias.

- Los propietarios de Cuentas IRA tienen una mayor propensión al ahorro (tienen hasta 6 veces más de activos financieros que el resto). Entre esos activos se encuentran planes de aportación definida.

- Las razones para el rollover pueden ser diversas: preservar fiscalidad; mejorar las opciones de inversión; consolidar activos de varios empleadores previos y adicionalmente propios; por el cambio en el proveedor del servicio, etc.

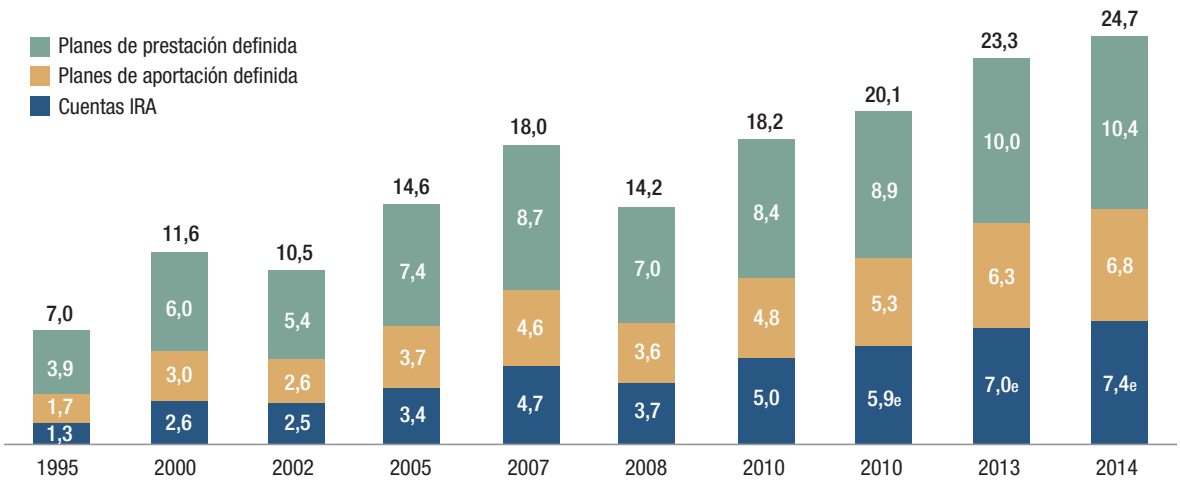
1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- Se comprueba que el reembolso de importes consolidados es muy poco frecuente, en la mayoría de los casos por la jubilación del titular y en edades de 70 años o superiores.

- En muchos casos los propietarios de Cuentas IRA contratan el servicio de un profesional del asesoramiento. Hasta el 58% cita a un asesor como origen principal de la estrategia para la jubilación.

Gráfico 19. **Cifras del mercado de jubilación en EE.UU. (billones USD)**

Fuente: ICI.



Nota: En azul Cuentas IRA; en amarillo Planes de aportación definida (DC) como los planes 401(k); en verde planes de prestación definida (DB), tanto privados, como federales y locales, además de fondos privados de pensiones.

D) REINO UNIDO

Antecedentes:

Un año después de que el Gobernador del Banco de Inglaterra Mark Carney abriera la especulación en los mercados sobre la posibilidad del inicio de un ciclo de subidas en los tipos de interés del Reino Unido, los mercados monetarios estarían anticipando su estabilidad hasta el verano de 2016. La inflación se ha evaporado y cayó por debajo de cero en abril 2015. Además el crecimiento económico presenta algunos altibajos (0,3% en el 1º trimestre desde 0,6% el anterior). Todo ello estaría poniendo en duda la previsión inicial e impediría seguir, también en este caso, el guión habitual de los principios de macroeconomía.

Características:

A continuación se relacionan algunas características del Mercado del ahorro en el Reino Unido:

- Los segmentos de **Pensiones y Seguros concentran históricamente una proporción muy significativa del ahorro**. De hecho, representan un peso conjunto del 55,6% sobre el total del

ahorro de las familias. Tanto pensiones como seguros son los grandes clientes de la Industria de la gestión de activos en Reino Unido, actividad en la que es líder indiscutible en Europa. Según la encuesta anual de IMA, del volumen total gestionado para instituciones (78,5%) la clientela se halla integrada por los siguientes inversores:

- Fondo de pensiones, con un peso del 36,3% sobre el total.
- Compañías de seguros, con un 20,4%. Este sector va perdiendo peso en detrimento de las pensiones.
- Sector público: 7%
- Otros: 7,8%. Entre ellos se incluyen fondos de inversión, tanto abiertos como cerrados, además de ciertos fondos de nicho (inmobiliarios, de *private equity*, capital riesgo, etc.).
- Entidades sin ánimo de lucro: 1,1%.

- **La composición de la cartera de activos de las familias de Reino Unido muestra un perfil equilibrado** entre activos financieros y no financieros. Según Inverco, el porcentaje de la población con vivienda en propiedad se situaría en el 64,6%, por debajo de la media de los 27 países de la UE del 69,9%.

- La **distribución de los activos financieros** por clases de activo presenta un claro sesgo hacia productos fondos de pensiones y seguros (55,6%), y una menor proporción en el resto de tipos de activos. (Ver la tabla siguiente).

Tabla 6. **Ahorro financiero de las familias europeas, 2013, porcentaje de activos.**

Fuente: Inverco

Países	TIPOS DE ACTIVOS (%)					
	Depósitos[1]	Fondos de Inversión y Acciones Cotiz.	Renta Fija	Fondos de Pensiones y Seguros	Otros Activos	TOTAL
Reino Unido	27,8	13,1	1,1	55,6	2,5	100,0
Alemania	40,4	14,5	4,2	36,3	4,6	100,0
Italia	30,9	31,4	16,0	18,7	3,0	100,0
Francia (*)	31,6	25,2	1,5	41,7	0,0	100,0
Holanda	23,0	6,7	1,6	66,7	1,9	100,0
España	**46,8**	**16,4**	**1,4**	**16,5**	**18,9**	**100,0**
Bélgica	31,6	34,3	8,1	24,8	1,1	100,0
Suecia	15,8	29,4	1,2	23,1	30,4	100,0
Dinamarca	17,8	12,5	1,7	48,6	19,4	100,0
Austria	47,0	21,7	8,8	17,9	4,5	100,0
Portugal	39,2	26,9	5,8	14,8	13,3	100,0
Noruega	31,9	13,2	0,5	38,6	15,8	100,0
Finlandia	34,7	19,4	0,0	16,5	29,3	100,0
EUR-13	**32,2**	**19,4**	**4,5**	**38,0**	**5,8**	**100,0**

(1) *Incluye efectivo*

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- La **tasa de ahorro bruto** sobre la renta disponible de los hogares del Reino Unido se situó en 2013 en el 5,1%, y es una de las más bajas de la muestra de la OCDE, claramente por debajo del 10,9% de media en la Unión Europea.

- **El perfil inversor del ahorrador británico es bastante agresivo**. En efecto, tradicionalmente inversores en renta variable, el peso de los activos vinculados a las bolsas son muy relevantes en la inversión vehicular, representando un 69% del patrimonio de los fondos de inversión, y casi la mitad (46%) del total patrimonial de la industria de gestión de activos. Con datos de IMA para 2013, (sobre el total de la industria) la renta fija pesa el 34%, otros alternativos (*private equity, commodities*, etc.) el 11%, *cash* el 6,4%, y activos inmobiliarios (*property assets*) el 2,6%. Respecto a la evolución del peso en *equities* conviene mencionar que, por una parte, las pensiones de prestación definida (DB) tenderían a reducir el riesgo, y por otra, los minoristas lo aumentarían de forma pro-cíclica.

En la tabla siguiente se muestra el flujo neto (entradas menos salidas) en fondos de inversión para minoristas durante 2013:

Tabla 7. **Flujos Netos Fondos de inversión minoristas, millones de libras.**
Fuente: IMA

Categoría de fondo	Ventas netas *retail* *(Mill. de libras)*	En % sobre total
Renta Variable	11.401	55,89%
Mixtos	4.551	22,31%
Retorno Absoluto	2.210	10,83%
Property	1.545	7,57%
Monetarios	-103	-0,50%
Renta Fija	-20	-0,10%
Otros	814	3,99%
	20.398	
de los que Fondos de Fondos	3.884	19,04%

- **Existen algunas figuras flexibles para canalizar el ahorro familiar**: El vehículo paradigmático sería la Cuenta de Ahorro Individual (*Individual Savings Account o ISA*). Se trata de un vehículo para minoristas residentes en el Reino Unido que sirve para la promoción del ahorro a largo plazo y con una fiscalidad favorable. La cuenta ISA puede contener Cash y otras muchas inversiones. Se pueden abrir cuentas desde los 16 años (Junior ISA). Además existen distintas versiones: *Cash ISA* (cuenta bancaria sin gravamen fiscal), *Stocks and Shares ISA* (con diversos activos aptos como serían fondos de inversión armonizados, *Investment Trusts*, acciones cotizadas en mercados organizados y bonos soberanos o de empresa con un

vencimiento mínimo de 5 años). Se puede invertir hasta un total de 15.000 libras por año con ventajas fiscales en *Cash, Stocks & Shares* ISAs, o en una combinación entre ambas. Dado que, estas cuentas son usadas como mecanismos de ahorro a largo plazo y gozan de una gran flexibilidad de reembolso desde el punto de vista fiscal, las familias invierten en ellas como complemento o solución alternativa a las pensiones individuales. Se estima que 3 de cada 4 libras en cuentas ISA se hallan invertidas a través de fondos de inversión.

- En Reino Unido, la **capacidad de distribución de productos de inversión por parte de la banca minorista es bastante reducida**. En contraste con el modelo de distribución de banca-seguros europeo, la distribución minorista depende en gran medida de los asesores independientes (IFAs). Por ejemplo, en el caso de los fondos de inversión, el canal bancario representa sólo el 2,3% de la distribución total, frente al canal de IFAs y de brokers, que suponen más del 50%. El impacto de la normativa RDR (*Retail Distribution Review*) sobre distribución a minoristas, puede estar facilitando que tanto gestores de activos como compañías de vida y otros proveedores recuperen cierto control sobre la distribución.

Además, la expansión de modelos de distribución a través de plataformas (D2C o *direct-to-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. (Esto podría acabar siendo una consecuencia no deseada de la reforma RDR). En muchos casos se trata de plataformas de anteriores IFAs, o de plataformas creadas por las propias entidades gestoras, o incluso de plataformas de ejecución de *brokers*. Entre los proveedores de cuentas ISA también se están planteando diversas estrategias de distribución. En realidad, nos estamos refiriendo a la aparición de verdaderos supermercados de fondos (*Fund Supermarkets*). En muchos casos, el cliente minorista se relaciona con una plataforma de distribución, en conjunción con su IFA. De esta forma se accede vía arquitectura abierta, o arquitectura guiada a una multiplicidad de productos.

Algunas consecuencias potenciales de la RDR serían las siguientes:

1. Mayor transparencia en costes (a lo largo de la cadena de inversión, distribución y asesoramiento).
2. La mejoría en la calidad del asesoramiento no conduce necesariamente a su proliferación, y esto por la barrera de entrada que puede suponer su coste explícito.
3. No es descartable que se produzca una cierta consolidación en el sector de asesores, plataformas, distribuidores, etc.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Bibliografía

- Assogestioni: "The Italian Asset Management market. Key figures". Febrero y mayo 2015.
- Banco de España: "Reformas de los sistemas de pensiones en algunos países de la UEM". Boletín económico julio – agosto 2011.
- *Delet Glow, responsable para EMEA de Lipper Thomson Reuters. Mayo 2015.*
- Deutscher Fondsverband: "BVI 2014. Daten, Fakten, Perspektiven".
- ICI Investment Company: "ICI Research Perspective" . November 2014.
- ICI Investment Company: "ICI Research Perspective" . January 2015.
- ICI Investment Company Institute: "2015 Fact Book. A review of Trends and Activities in the US Investment Company Industry". 55th Edition".
- IMA: "Asset Management in the UK 2013-2014. The IMA Annual Survey". September 2014
- Inverco: "Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones". Informe 2014 y Perspectivas 2015.
- OCDE Factbook 2014. Economic, Environmental and Social Statistics.
- Pérez-Sala, Manuel: "Reformar las pensiones mientras dure la hucha". Artículo de opinión publicado en Diario Expansión. Marzo 2015.
- Schroders Global Investment Trends Survey 2015.
- Tepper, Jonathan y Mauldin, John: "Código Rojo". Deusto 2014.
- *"The Cerulli Edge – Europe Edition" Cerulli Associates 2015.*

Los autores

Miguel A. Bernal Alonso
Coordinador del Programa de Especialización en Renta Fija y
del Departamento de Investigación del IEB.

Es Licenciado en Ciencias Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y Máster en Mercados Financieros e Inversiones Alternativas por el Instituto BME.

Es autor de diversos estudios de investigación económica tales como "Comparativa de fuentes de financiación empresarial: EE.UU., Alemania y España". Participa habitualmente en debates de índole económico en radio y televisión. También colabora en medios de prensa escrita a través de artículos de opinión.

Sergio Miguez Martín
Profesor y Director del Programa Directivo Inversiones Alternativas
(Global Alternative Investment) CAIA del IEB.

Es Licenciado en Derecho y CC.EE.-Empresariales (E-3) por la Universidad Pontificia Comillas (ICADE), Máster en Gestión de Carteras por el IEB y posee las acreditaciones financieras de ámbito internacional CAIA (Chartered Alternative Investment Analyst) de CAIA Association y FRM (Financial Risk Manager) de la Global Association of Risk Professionals.

Profesional Senior de la Gestión de Activos y Patrimonios con más de 18 años de experiencia y un sólido historial como inversor de carteras, especialmente en el mundo de la Inversión Alternativa. Actualmente es Director de Relaciones Institucionales de EFPA España.

1989-2015 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

© 2015, IEB
IEB
Alfonso XI, 6 - 28014 Madrid
Tel. 91 524 06 15
www.ieb.es
Diseño de PS
Imprime Servicecom, S.L.

Nueva hoja de ruta para el Ahorro: Retos y Propuestas

Miguel Ángel Bernal Alonso | *Sergio Miguez Martín*

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN IEB

WP-2015-1008-TA

IEB INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSATILES

INVERSIÓN & finanzas.com

Con la colaboración de:

BBVA | ASSET MANAGEMENT

M&G INVESTMENTS

Schroders

J.P.Morgan Asset Management

MIRABAUD 1819