

ASESORES EFPA financieros

%
ESPECIAL
39
PÁGINAS
El retorno
de la
Renta Fija

INVERSIONES

○ **El atractivo de**
la España vaciada

CHATGPT

○ **Los asesores**
vistos por la
Inteligencia Artificial

SERVICIOS BANCARIOS

EL GRAN
DEBATE DE LAS
COMISIONES Y
RETROCESIONES

Aristóbulo de Juan

EL GRAN EXPERTO EN CRISIS BANCARIAS

**“La supervisión no es un trabajo
más, sino una responsabilidad pública”**

ELENA
MANZANERA

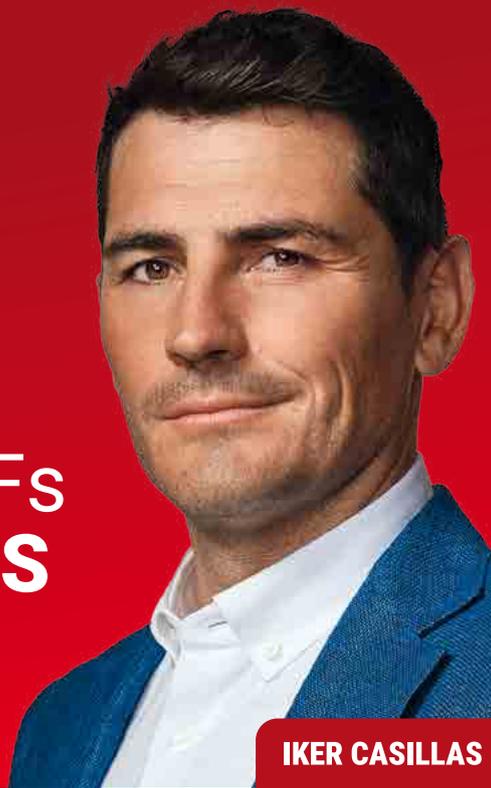
PRESIDENTA DEL INE

**“La estadística ha
sabido responder
a los retos de
información
planteados por la
pandemia”**

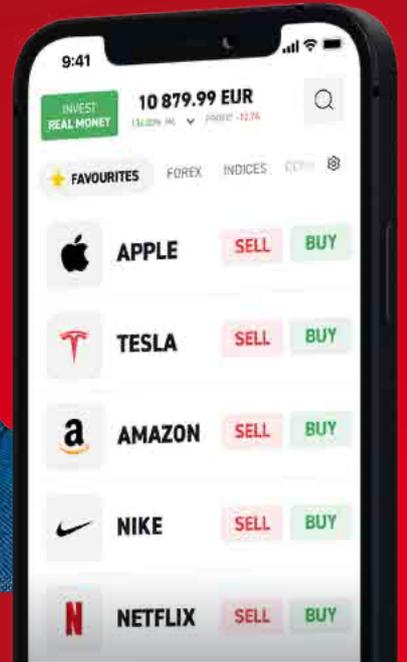




INVIERTE EN ACCIONES Y ETFs SIN COMISIONES



IKER CASILLAS



Sin comisión por comprar Acciones y ETFs*

Sin comisión de apertura

Sin comisión por ingresos

Sin comisión por retiradas (superiores a 200€)

TU CUENTA CON

- XTB, uno de los Brókeres cotizados más reconocido, competitivo y seguro del mundo
- La mejor tecnología. Inversión, servicios, formación y acompañamiento experto todo en el mismo producto
- Tiempo real gratuito en todos los mercados
- Formación y acompañamiento al inversor único en España y en español
- Atención al Cliente 24 horas/ 5 días a la semana
- Invierte con XTB App la mejor plataforma en más de 3.000 Acciones de las 16 principales Bolsas Mundiales (incluido España, Europa, y EE. UU.) y 300 ETFs
- Regulado por las principales autoridades nacionales e internacionales (CNMV, FCA, KNF, BaFin, AMF...)



Obtén más información en www.xtb.es



*A partir de 100.000 € al mes de volumen negociado, comisión del 0,2% (mín. 10€)

Invertir implica riesgos. Los CFDs son instrumentos complejos y están asociados a un riesgo elevado de perder dinero rápidamente debido al apalancamiento. El 80 % de las cuentas de inversores minoristas pierden dinero en la negociación de CFDs con este proveedor. Debe considerar si comprende el funcionamiento de los CFDs y si puede permitirse asumir un riesgo elevado de perder su dinero.

Asesoramiento para todo tipo de inversores

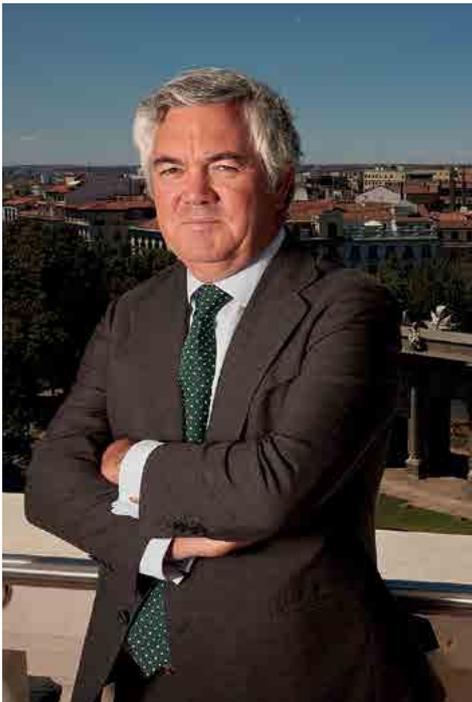


Foto: Pablo Almansa

SANTIAGO SATRÚSTEGUI

Presidente de EFPA España

E

El ejercicio de 2023 se está desarrollando en un contexto de incertidumbre controlada, pero con los tipos de interés experimentando una subida que todavía no parece tocar techo y una inflación convertida en fenómeno estructural que afecta, en especial, al bolsillo de los ahorradores particulares.

Este escenario, en el que nos hemos acostumbrado a vivir, produce una gran incertidumbre en los inversores, particularmente en los minoristas. Son ellos, precisamente, los que tienen una mayor necesidad de ahorro, principalmente para la jubilación, y por ello en ocasiones se sienten abrumados ante las variaciones de los mercados y la escasez de certezas sobre lo que sucederá durante los próximos meses y años.

Ante esta situación, la mejor solución posible es contar con un asesoramiento financiero de calidad. Por esta razón, nos sorprende la iniciativa de la Comisión Europea al presentar el borrador de la Estrategia del Inversor Minorista, que aboga por la prohibición de las retrocesiones, modificando la estructura de costes de los productos y el método de remuneración con el que los asesores financieros habéis trabajado tantos años.

Desde EFPA, a nivel europeo ya hemos expresado nuestra preocupación ante esta prohibición de los incentivos, poniendo sobre la mesa lo ocurrido en el Reino Unido, donde hace unos años se optó por un modelo sin retrocesiones. Se trata de un claro ejemplo de cómo este tipo de decisiones lleva al incremento de la brecha del asesoramiento hasta convertir este servicio en un lujo inaccesible para los ahorradores menos pudientes. Si algo tenemos seguro, es que la estrategia de inversión minorista de la Comisión Europea debe garantizar la libertad de los diferentes modelos de negocio de asesoramiento y no imponer un único modelo obligatorio.

Los asesores financieros sois una pieza clave a la hora de fomentar la participación de estos inversores particulares en los mercados. Durante los más de 20 años que llevamos de actividad, los profesionales habéis sido los encargados de acompañar a los clientes en todo momento, ofreciendo vuestra experiencia y buen hacer para adaptar las estrategias con cada cambio del mercado, asesorando y explicando a los clientes cada movimiento y ayudándoles a rebajar el temor ante la incertidumbre, evitando la toma precipitada de decisiones. En la situación que estamos viviendo en los últimos años y ante el cambio de ciclo inversor que supone el nuevo entorno de tipos de interés, quiero destacar que vuestro papel como asesores de los clientes es más necesario que nunca.

Me gustaría aprovechar también estas líneas para anunciar que ya tenemos sede para la octava edición de EFPA Congress, que se celebrará en la primavera de 2024. Málaga es la ciudad elegida para la ocasión. Creo que existen muchas razones para apostar por una de las ciudades más dinámicas de nuestro país, gracias a la innovación y el crecimiento económico, turístico y cultural que está viviendo la capital de la Costa del Sol. Y además, nunca es mal momento para visitar Málaga. Quiero agradecer el trabajo de la delegación de Andalucía Oriental, encabezada por José Antonio Pérez Muriel, así como el de otras delegaciones que también se postularon para la organización del Congreso y que retomarán el testigo en próximas ediciones. ●



PRESIDENTE
Santiago Satrústegui

Directora
Andrea Carreras-Candi

Avda. Josep Tarradellas 123-127, 2ª
planta. 08029 Barcelona
Tlfno. +34934121008
informacion@efpa.es
www.efpa.es



La Asociación Española de Asesores y Planificadores Financieros (EFPA) cuenta con más de 35.000 asociados y está ligada a la European Financial Planning Association, institución sin ánimo de lucro y financieramente independiente.

EDITOR
Josep Soler

Director de la publicación
Rafael Rubio. rrubio@asesoresfinancieros.es

Redacción y colaboradores
Rafael Sierra, Carlos Azuaga, José Emilio Chao, Cristina Jiménez, Natalia Pastor, Beatriz Pérez Galdón, Carlos Rubio, Gonzalo Toca, Luís Torras.

Análisis en este número
Svein Aage Aanes, Víctor Alvargonzález, Álvaro Antón Luna, Nabil El-Asmar Delgado, Fernando Luque, Javier Ruiz Villabrille, Fernando Zunzunegui.

Diseño
Lourdes G. Castaño
Fotografía
Álex Rivera
Ilustración
Maite Niebla. hola@maiteniebla.com

PUBLICIDAD
EFPA España
Tfno.93 412 10 08

ADMINISTRACIÓN
Ignacio Carnicero. icarnicero@efpa.es
Tfno.93 412 10 08

IMPRIME
Imprime: Monterreina. c/ Cabo de Gata 1-3. 28320 Pinto/Madrid.

DISTRIBUYE
Ecological Mailing. c/Sierra Nevada 13-15. 28830 San Fernando de Henares/Madrid.

La revista Asesores Financieros **EFPA** se distribuye entre los 35.000 asociados de **EFPA España**.

DL B 14024-2020
Asesores financieros **EFPA**
ISSN 2696-4775



Asociación Española para la Sostenibilidad Forestal
Creciendo en responsabilidad

El papel con el que se ha realizado esta publicación tiene la certificación de la Asociación Española para la Sostenibilidad Forestal. Ello significa que ha sido elaborado con materiales procedentes de bosques que se trabajan de forma sostenible, cuidando el medio ambiente y de los pueblos que dependen de esos montes.



EN PORTADA

➤ Es, sin duda, la persona que más sabe de crisis bancaria. Fue director general del Banco Popular y del Banco de España y rindió múltiples servicios desde el Fondo Monetario Internacional para advertir por todo el mundo de los riesgos de una mala gestión bancaria. Su experiencia es digna de conocer.

UNA MIRADA

➤ Sobre lo que la Inteligencia Artificial opina de los asesores y el asesoramiento financiero.



EL NUEVO IMPUESTO Y PLANIFICACIÓN FISCAL

➤ La aprobación del nuevo impuesto es la ocasión perfecta para revisar la planificación de la herencia y sucesión.



INVERSIÓN RURAL

➤ Los valores que merecen la atención por algo más que su atractivo natural.

ARISTÓBULO DE JUAN

➤ Ha viajado por cuatro continentes advirtiendo de los riesgos de una mala gestión bancaria. Su libro "De buenos banqueros a malos banqueros" ha sido traducido al mandarín y repartido entre los gestores de las entidades financieras chinas.



ASESORES EFPA financieros

3. Editorial.

Santiago Satrústegui.

6. Retrocesiones y comisiones.

Un intenso debate.

16. Impuesto grandes fortunas.

Se impone la planificación fiscal.

20. La IA y el asesor.

Preguntas con respuestas.

26. Valores rurales.

Evolución de la inversión.

30. Entrevista.

Aristóbulo de Juan.

39. ESPECIAL RENTA FIJA.

42. Su evolución.

48. Una buena noticia.

52. Protectora y rentable.

56. Las oportunidades.

60. En el punto de inflexión.

64. Oferta de fondos.

66. Entrevista.

J. Jiménez (PIMCO).

68. Punto final.

Víctor Alvargonzález.

70. Entrevista al equipo.

EL INE.

75. Test de la revista.

76. Banco Europeo de Inversiones.

Brazo financiero de la UE.

80. Los Unit Linked.

A tener en cuenta.

84. Regulación financiera.

Estrategia de Inversión Minorista.

88. Libros.

92. Sala EFPA.

94. Educación Financiera.

La Universidad, nuevo objetivo.

98. Cómo se prepara la EFP.

Hablan formadores y formados.

102. Nombramientos

Cambios entre los asociados.

106. Al cierre.

Josep Soler.



Foto: Alex Rivera

UN EQUIPO

► El del Instituto Nacional de Estadística (INE), el gran vertebrador de datos de la democracia española.



BANCO EUROPEO DE INVERSIONES

► El brazo financiero para el desarrollo económico y social.

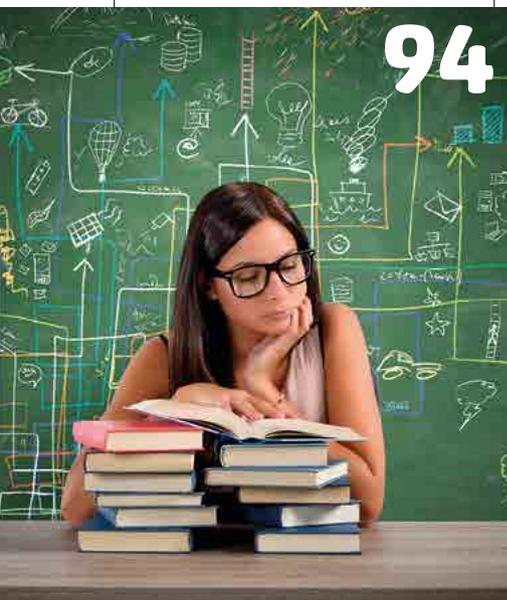


80

UNIT LINKED PARA LA PLANIFICACIÓN FISCAL

EDUCACIÓN FINANCIERA

► El nuevo objetivo es revertir los escasos conocimientos de los universitarios.



94



EL RETORNO DE LA RENTA FIJA

El nuevo escenario resulta propicio para una renta fija que sufrió como nunca en el ejercicio pasado.



39

UN ACTIVO IMPRESCINDIBLE PARA LAS CARTERAS

Los riesgos y oportunidades en el momento actual.



EL COBRO DE RETROCESIONES A DEBATE

Una decisión crucial para el futuro del asesoramiento financiero

¿Pago explícito o modelo de negocio basado en las retrocesiones?

La Comisión Europea estudia eliminar las segundas en una decisión que podría cambiar radicalmente la industria del asesoramiento financiero. Menores conflictos de interés, pero es probable que las firmas se centren en los clientes con mayor patrimonio y dejen de lado a los más pequeños y menos rentables.

Por **CRISTINA JIMÉNEZ** | Ilustraciones **MAITE NIEBLA**.



E

Este mes de abril, la Comisión Europea decidirá sobre un tema

que puede cambiar el panorama del asesoramiento financiero no solo en España sino en toda Europa. El organismo tiene previsto publicar entonces la Estrategia de Inversión Minorista (EIM), cuyo principal objetivo es aumentar la participación de los inversores *retail* en los mercados financieros.

La comisaria europea de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales, **Mairead**

McGuinness, estudia incluir una prohibición a las retrocesiones en los países miembros, lo que supondría un cambio drástico en los modelos de distribución. Algunos han llegado a afirmar en el intenso debate que se ha generado en los últimos meses que “abolir las retrocesiones sería casi como abolir el asesoramiento”.

McGuinness ve conflicto de interés en las comisiones que los asesores reciben por colocación de productos frente al modelo de asesoramiento basado en *fee only* (independiente) y afirma que el organismo ha reunido una →→→





JOSEP SOLER
(EFPA España)

“Es impensable que los inversores medianos y pequeños españoles paguen por este servicio si se prohíben las retrocesiones”.



PAUL STANFIELD
(FECIF)

“Cambiar a un modelo de *fee only* ha mejorado la calidad del asesoramiento para algunos en el Reino Unido, pero ha aumentado la brecha de asesoramiento”.



DAVID GASSÓ
(Anchor Capital A.)

“No habrá inversores que se queden fuera del asesoramiento. Hay que adaptar los servicios a las necesidades de los clientes sin que supongan un sobrecoste”.

asesoramiento”. La Autoridad de Conducta Financiera (FCA, por sus siglas en inglés) de Reino Unido estableció el término “brecha de asesoramiento” o *advice gap* para describir a los consumidores que pueden haber necesitado asesoramiento financiero en un año determinado, pero no lo han podido obtener debido a su coste u otras razones.

El argumento de quienes están en contra de eliminar las retrocesiones se basa precisamente en la idea de que la brecha se agrandará y los inversores con patrimonios medianos o pequeños se quedarán fuera del asesoramiento porque no podrán pagarlo.

Reino Unido junto con Países Bajos son los únicos países del entorno de la Unión Europea que, en general, han prohibido las retrocesiones y es hacia allí donde se dirigen todas las miradas en este momento de debate. La Comisión cree que la experiencia en ambos mercados es ampliable al resto de la Unión Europea, pero las fuentes profesionales y de la industria consultadas para este artículo coinciden en decir que España, debido a su bajo nivel de cultura financiera, no está madura para un modelo basado en *fee only*. En otras palabras, nuestro mercado, como otros, no está preparado para algo así ahora mismo.

Cientes vulnerables

Para EFPA Europa, si bien el asesoramiento basado en honorarios por colocación de productos dista de ser perfecto, al menos permite llegar a muchos más clientes que, en caso de cambiar el modelo, perderán el acceso a la atención de un profesional.

→→ cantidad considerable de pruebas, que son las que ahora estudia. “Nuestras evidencias indican que en el modelo basado en retrocesiones a menudo se vende a los inversores minoristas productos que son más costosos que otras alternativas más baratas disponibles en el mercado”, afirma el organismo.

Su argumento se apoya en el estudio integral de inversión minorista llevado a cabo por la Comisión Europea, que halló que los productos en los que se pagan incentivos son, de media, aproximadamente entre un 24% y un 20% más caros que los productos de inversión en los que no hay esa retribución, aunque no se tiene en cuenta en este dato el coste –evidente– del llamado asesoramiento independiente. En una versión anterior del estudio, se señalaba que eran un 35% más caros. Para muchos esa rectificación quita una cierta solvencia al estudio.

La institución europea no cree que los avances de MiFID II hacia la transparencia en el asesoramiento y planificación financiera en Europa hayan sido suficientes y por ello estudia ir más allá. “Simplemente no funciona: muchos consumidores no entienden qué son los incentivos en primer lugar, ni entienden su impacto en el resultado de sus inversiones. Por lo tanto, es posible que las mejoras en la divulgación no contribuyan a una elección bien informada y a mejores resultados de inversión”.

Qué es la brecha de asesoramiento

Pero, no son pocos los sectores de la industria que temen que un cambio de modelo a estas alturas pueda destruir gran parte del negocio y que se produzca una “brecha de

“La experiencia en Reino Unido muestra que una prohibición de comisiones amplía la brecha de asesoramiento para una mayoría de clientes. Esto ha sido confirmado por las autoridades británicas al decir que “los consumidores con menor patrimonio no suelen acceder a apoyo profesional con sus finanzas tan a menudo como los que tienen mayor patrimonio, aunque muchos quieren más apoyo para tomar decisiones”, afirma la carta de EFPA Europa dirigida a la comisaria europea. La asociación recuerda que los asesores son el motor más importante de las decisiones de los inversores minoristas y que el estudio de la Comisión Europea ha confirmado que tienden a seguir los consejos que reciben.

“Lo que sí demandan los inversores minoristas es un buen consejo. Desde un punto de vista general, esto se puede lograr mejorando los requisitos de conocimiento y competencia y exigiendo a los asesores un compromiso ético para actuar en el mejor interés del cliente”, dice la misiva.

La conclusión para EFPA Europa es clara: la forma en que los inversores minoristas obtienen los mejores resultados en su inversión no es prohibir los

→ LA COMISIÓN EUROPEA dice tener evidencias de que en el modelo basado en retrocesiones a menudo se vende a los inversores minoristas productos que son más costosos que otras alternativas.

incentivos, sino, “mejorar la calidad del asesoramiento, garantizar que los asesores cumplan con los requisitos mínimos en términos de conocimiento y competencia y, de manera más general, reforzar el deber de cuidado de los distribuidores minoristas de productos financieros, así como asegurarse de que el cliente esté bien informado y comprenda los consejos”.

El problema es la cultura financiera

“Es impensable que los inversores medianos y pequeños paguen por este servicio”, teme **Josep Soler**, delegado ejecutivo de EFPA España. En su opinión, el problema está íntimamente ligado a la falta de cultura financiera en España. El dato más revelador, dice, es que

aproximadamente un 60% del dinero de las familias españolas está colocado en productos financieros sin ningún tipo de rendimiento.

“Tener un billón de euros en cuentas corrientes y depósitos con una inflación del 6% demuestra un cierto déficit en alfabetización financiera. El español es uno de los mercados más perjudicados por la asimetría informativa”, afirma Soler, y añade que “el desfase entre los conocimientos que tiene la oferta y los proveedores, y los que poseen los clientes, es mayor en España que en otros países de su entorno. La falta de cultura financiera que tenemos es alta”. Y concluye: “La clave está en la transparencia, en explicarle al cliente los costes reales, lo que se le cobra por asesoramiento y sobre todo por tener arquitecturas abiertas. Porque solo ofreciendo productos de diferentes entidades puedo ofrecer un buen asesoramiento”.

¿Qué pasa si finalmente se aprueba?

Soler cree que, si la Comisión aprueba la supresión de las retrocesiones, habrá que hacer →→→

BENEFICIOS CON PROPÓSITO.

Ahora puedes centrarte en la rentabilidad sin perder de vista aquello en lo que crees. Visita schroders.es/mas-alla-del-beneficio

Capital en riesgo.

Publicado por Schroder Investment Management (Europe) S.A., Sucursal en España, sociedad gestora extranjera, inscrita en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con el número 20.

MÁS ALLÁ
DEL BENEFICIO

Schroders



En el origen del debate

🔍 **El origen del debate** sobre la prohibición o no de las retrocesiones está en la entrada en vigor de la directiva comunitaria MiFID II, en enero de 2018. La directiva, tan esperada como trascendente para el trabajo de los asesores financieros, tenía como objetivo aumentar la transparencia en los mercados financieros, obligando a presentar los activos de una forma más clara con su nivel de riesgo y expectativas de rentabilidad por delante. Pretendía también adoptar un sistema de precios en el que las comisiones correspondieran a un valor cierto y añadido que se le presta al inversor para su mejor asesoramiento.

Esto produjo un modelo de mercado abierto en el que incluso los responsables de la supervisión se mostraron tanto a favor como en contra de que solo existiera una retribución

directa del cliente al asesor. En ese debate irrumpió un escenario de bajos tipos en el que se ha producido un empobrecimiento de una buena parte de los ahorradores europeos, especialmente los españoles, que han mantenido durante un tiempo una gran parte de su patrimonio en cuentas y depósitos bancarios sin remuneración. Ese empobrecimiento se ha producido con una inflación moderada, pero ahora el importante incremento de la inflación en el último año ha encendido la alarma en la Comisión Europea.

Por todo ello, la Comisión decidió dar un vuelco a esta situación impulsando y protegiendo la inversión de los particulares, valorando

más el papel de los asesores financieros, incrementando la competencia y, además, poniendo más capital privado a disposición del sistema empresarial, especialmente de las pymes. Y para todo ello puso en marcha la "Estrategia de Inversión minorista", derivada de la "Unión del Mercado de Capitales (CMU)".

Esa estrategia reconoce el papel clave del asesoramiento financiero a la hora de la toma de decisiones de los inversores minoristas. Sin embargo, el borrador de esta estrategia del inversor minorista y la toma de posición de algunos miembros de la Comisión Europea han abogado por la prohibición de los incentivos desde las gestoras al asesoramiento. Y en ello se ha centrado el aspecto del debate más importante, que ha provocado todo tipo de pronunciamientos en los últimos meses. ❖

→→ un cambio muy importante en la distribución y que muchas entidades volverían a la pura venta de productos sin asesorar. "Las entidades con clientes de carteras medianas y pequeñas serán las que más sufran y este es el gran drama. Quienes se verían perjudicados aquí son los agentes financieros", opina.

"Para estos agentes financieros sería un fuerte shock, porque de un día para otro no se podrían reconvertir. Es clara la poca disponibilidad de los clientes en pagar estos servicios", cree Soler. "Si sucede, es probable que empiecen a surgir más EAFIs con modelo de cobro *fee only* y los bancos creen sus filiales de asesoramiento financiero independiente para intentar mantener algunos de sus clientes. Será también un problema para las gestoras extranjeras en España que no tienen redes propias y tendrán difícil vender sus productos. Hasta ahora, la solución es ofrecer a las redes una retrocesión".

También **Inverco**, la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensión, ha lanzado argumentos en defensa de las retrocesiones en la comercialización de fondos de inversión debido a la especificidad del mercado español.

"Nuestro modelo de partícipes es minorista y con saldos medios bajos. Por tanto, el cambio de un modelo de incentivos hacia un modelo de no incentivos y de asesoramiento, claramente impactaría en nuestra industria nacional mucho más que en el resto de las industrias de otros países ya que su porcentaje de inversores institucionales es justo el inverso del nuestro. En nuestro caso, el 80% es minorista, al revés que en Francia, Alemania o Italia",

afirmó el presidente de la patronal Ángel Martínez Aldama en el marco de un foro reciente.

Argumento tergiversado

Para las asociaciones de consumidores, el argumento de la “brecha de asesoramiento” ha sido tergiversado ya que en las encuestas llevadas a cabo en Reino Unido tras la aprobación del modelo *fee only*, se vio que la decisión de los clientes de pagar o no por asesoramiento tenía más que ver con la confianza que con el costo del servicio. Por eso, **Better Finance**, **BEUC** y **Finance Watch**, tres importantes organizaciones de protección al consumidor a nivel europeo también se han posicionado en este debate. “El asesoramiento impulsado por incentivos no es asesoramiento en absoluto, sino simplemente un argumento de venta [...] que proporciona beneficios monetarios para el vendedor”, escriben en una carta enviada a la Comisión Europea. Y destacan que el actual sistema basado en incentivos “conduce a que se vendan a los consumidores productos de bajo rendimiento”.

Estas organizaciones de consumidores citan estudios de la autoridad supervisora del sistema financiero de la Unión Europea

➔ **EXISTE UN CIERTO consenso entre muchas instituciones de que la prohibición de retrocesiones aumentará la brecha de asesoramiento, que impide a muchos inversores acceder a este servicio.**



Reino Unido: pocos asesores y asesorados

Unos 3,1 millones de personas en el Reino Unido tenían una relación continua con un asesor financiero a finales de 2020, según datos de la Autoridad de Conducta Financiera. Ello equivale a alrededor del 5,7% de la población adulta, según una encuesta de la firma, y esta cifra es inferior a la proporción de personas que afirman utilizar un asesor financiero de forma continua.

En un reciente informe, Platform señala que “hay una brecha entre el uso real de un asesor y el supuesto. Está claro que muchas personas sienten que están recibiendo asesoramiento financiero, cuando en realidad es más probable que reciban ayuda u orientación”.

“**La industria** del asesoramiento financiero actualmente presta servicios a una parte sorprendentemente reducida de la población adulta. Menos del 10% de las personas reciben asesoramiento continuo, debido a la escasez de asesores financieros, que se centran en brindar asesoramiento continuo a los que poseen mayor patrimonio”, explicó el director de investigación de Platform, **Richard Bradley**, en unas declaraciones recogidas por el medio **MoneyMarketing**. ✱

-ESMA- que revelaron que el coste de los productos minoristas es sistemáticamente más alto que los productos equivalentes para los inversionistas institucionales. En este caso, una inversión de 10.000 euros durante 10 años habría sido un 35% más cara para un consumidor que para un actor de la industria. Otro análisis del mercado francés de *Unit Linked* mostró que los incentivos duplican el precio de los productos.

Better Finance, BEUC y Finance Watch recuerdan además el ejemplo de Alemania, donde según la Autoridad Federal de Supervisión Financiera, “el país solo cuenta con 17 asesores independientes registrados, lo que significa que el asesoramiento financiero real no está realmente disponible para la mayoría de los consumidores allí”. Para otras asociaciones europeas, es el cliente el que debería poder decidir qué modelo quiere.

Contra las retrocesiones

Otros expertos y profesionales, como **David Gassó**, socio director de **Anchor Capital Advisors EAF**, una firma con modelo de *fee only*, saben que la prohibición de las retrocesiones llevaría más negocio a firmas como la suya y, sin embargo, entienden la complejidad del debate porque saben cómo de reacios son los clientes con carteras pequeñas a pagar por asesoramiento.

Empezaron con los cobros explícitos a clientes en 2006, antes de MiFID II, y la experiencia acumulada a lo largo de estos años permite a Gassó reconocer que “el cliente que viene muchas veces de banca no tiene la misma sensibilidad al servicio que otros clientes que buscan una independencia →→→

→→ total de quien distribuye o de quien fabrica los productos de inversión. El actual sistema ha generado un efecto perverso durante muchos años al crearle al inversor la percepción de que no le cobran nada”, dice.

Para Gassó, las principales ventajas del cobro directo por asesoramiento son la claridad en el precio del servicio y la ausencia total de conflictos de interés. Esto último, resalta, es más evidente cuando el asesoramiento se presta por una entidad que no ofrece otros servicios conexos.

Reconoce, sin embargo, que los inversores dispuestos a pagar un coste explícito no son todavía mayoría.

“Los clientes de patrimonio alto, generalmente no tienen demasiado problema en aceptar un modelo de cobro explícito, pero cuando nos vamos a un cliente de patrimonio más bajo, el precio del servicio es un elemento que muchas veces echa para atrás”, afirma el socio de Anchor Capital. “Ahí sí que tenemos ciertos desencuentros -afirma-, porque evidentemente las tarifas que nosotros le presentamos le parecen muy altas, porque siempre van en relación con el patrimonio asesorado”.

Basándose en todos los argumentos aquí expresados, Gassó y otros muchos profesionales del asesoramiento financiero no

comparten la opinión de que se quedarían fuera del asesoramiento financiero muchos ahorradores/ inversores si no se permitiera el cobro de retrocesiones. “La tecnología -dice- permite también prestar servicios con tarifas más ajustadas y con niveles de servicio más adaptables, así que no hay un solo tipo de asesoramiento y, por lo tanto, puede haber precios para todo tipo de inversor. Lo que sí es imprescindible es que la comercialización se adapte al tipo de servicio que el cliente recibe, incluso si se lo presta un tercero, de modo que no suponga un sobrecoste, como está sucediendo actualmente”.



Lo que pasó en Reino Unido

Dado que Bruselas tiene los ojos tan puestos en la experiencia de lo sucedido en Reino Unido y los Países Bajos, esta revista ha hablado con **Paul Stanfield**, secretario general de la Federación Europea de Asesores e Intermediarios Financieros (FECIF), en la que EFPA España es un *core member*.

Domiciliado en Londres, Stanfield resume de esta forma lo positivo y negativo que dejó en Reino Unido la retirada de las retrocesiones: “Diría que el nivel de profesionalismo y el nivel de experiencia así como la calidad del asesoramiento han mejorado. Pero la brecha de asesoramiento se ha ampliado aún más. Por lo tanto, cada vez es más difícil para los pequeños inversores acceder a asesoramiento financiero calificado. Y esto es un problema que ni la regulación ni el gobierno han conseguido resolver en varios años”, dice resumiendo lo sucedido en Reino Unido en la última década. Como aspecto positivo, destaca

Proyectos contra la falta de Educación Financiera

● **Uno de los principales** problemas en España, en lo que a asesoramiento se refiere, es la falta de cultura financiera. A menudo, el cliente no sabe diferenciar lo que es ayuda, orientación o asesoramiento. Uno de los proyectos en marcha para paliar esta situación es el programa EFEC.

● **Este programa** de alfabetización y educación financiera, que ya lleva en

marcha 10 años, intenta dotar a la ciudadanía de competencias para gestionar sus ingresos y gastos que ayuden a evitar episodios de sobreendeudamiento y de exclusión financiera.

● **Y lo hace desde las bases**, es decir, los más pequeños. Hasta 400 voluntarios -trabajadores voluntarios vinculados al sector económico, financiero,

tributario y asegurador (profesionales en ejercicio o jubilados)- imparten los talleres a 500 escuelas e institutos de Cataluña.

● **La última edición** del programa llegó, en concreto, a 454 centros educativos, y ya acumula 25.917 talleres y casi 164.000 alumnos en el total de las 10 ediciones. ✨

que las encuestas muestran ahora que hay un nivel de confianza más alto entre el gran inversor hacia los asesores. Además, los niveles con los que se califica a los profesionales son más altos.

Madurez de los mercados

En opinión de Stanfield, “cambiar a un modelo de *fee only* ha sido bueno solo para la calidad del asesoramiento y los asesores en el Reino Unido. Pero también creo que el mercado del Reino Unido era y es un mercado muy maduro. Y muchos mercados europeos son más jóvenes y menos desarrollados. Así que no

➔ **LA MENOR CULTURA financiera en España, respecto al resto de los países europeos y anglosajones, hará que en nuestro país haya más reticencia a pagar por el servicio de asesoramiento financiero.**

creo que muchos mercados de la UE, si es que hay alguno, estén listos para algo como esto”.

De otra parte, el experto recuerda que Reino Unido desglosa a sus clientes todas las comisiones desde mediados de la década de los noventa, por lo que el país tuvo unos 10-15

años entre que pusieron en marcha leyes de transparencia total y pasaron al cobro explícito. “Probablemente, valora, sea demasiado pronto para que la mayoría de otros mercados intenten pasar a un sistema basado en cobro explícito”.

En el lado negativo, el secretario de FECIF reconoce que después de que se introdujera la nueva ley hubo una pérdida importante de asesores financieros. “Algunos asesores que estaban cerca de jubilarse decidieron hacerlo un poco antes porque, obviamente, no querían pasar por más exámenes y tener que obtener más calificaciones para retirarse en dos o tres años. Así que tendían a adelantar la jubilación. Y algunos ➔➔➔

Comunicación de marketing

Invertir en empresas estadounidenses de alta calidad con valoraciones atractivas.

Fidelity Funds America Fund

Un enfoque diferenciado de la inversión en valor.



Toda la información del fondo en este QR



El valor de las inversiones que generan pueden bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente: FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxemburgo, así como en www.fondosfidelity.es. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity Funds es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida en Luxemburgo. Fidelity Funds está inscrita en CNMV con el número de registro 124, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity International, el logotipo de Fidelity International y el símbolo F son marcas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg) S.A. CS1053

→→→ profesionales abandonaron la industria porque no pudieron cumplir con esos requisitos”, recuerda.

Basándose en su experiencia, Stanfield opina que la Unión Europea debería esperar y ver el impacto total de las dos directivas y de la transparencia de la remuneración y ver también si cualquier decisión al respecto debería tomarse a partir de ahí.

La posición de la CNMV

Los diversos puntos de vista ante el cobro de las retrocesiones quedan muy bien reflejados en las opiniones de los dos últimos presidentes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Así ha quedado de manifiesto en las entrevistas que esta revista ha realizado a los dos máximos responsables de la institución supervisora. En octubre de 2020, poco tiempo antes de que acabara su mandato, el entonces presidente de la CNMV, **Sebastián Albella**, manifestó que “sería preferible que no existieran las retrocesiones”. En cualquier caso, matizó que “lo lógico sería que se adoptara un sistema de prohibición en toda la Unión Europea y que se aplicara también a la distribución de productos de seguros/inversión como los *Unit Linked*”.

Un año y medio después, en abril de 2022, era entrevistado en la revista el actual presidente, **Rodrigo Buenaventura**. Preguntado sobre dónde debería estar el límite en el régimen de cobro de incentivos al asesoramiento y de retrocesiones de comisiones de los fondos de inversión, señaló que “hay dos modelos (los que los prohíben y los que los permiten) y creo que ambos tienen tanto ventajas como inconvenientes porque ninguno de los dos es perfecto”. Y ya entonces

Un consenso casi imposible

1 El gran número de cartas y pronunciamientos de todo tipo de entidades y sectores en contra de la supresión de las retrocesiones hizo que la comisaria europea de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales, Mairéad McGuinness, convocara una reunión el pasado 2 de marzo con las partes afectadas antes de tomar una decisión.

2 La reunión no sirvió para aclarar la estrategia de la Comisión Europea ni tampoco para tratar de encontrar fórmulas que fueran satisfactorias para quienes están a favor y están en contra de mantener las retrocesiones. Fue más breve de lo previsto y no llegaron a abordarse todos los temas que figuraban en el programa para ser debatidos.

3 Lo único que se puso de manifiesto fue la gran



Mairéad McGuinness, comisaria europea de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales.

resistencia y malestar que existe ante la posibilidad de que se prohibieran las retrocesiones y que quedara solo el modelo de remuneración por asesoramiento financiero basado en honorarios.

4 Alemania, Italia, Austria, Luxemburgo, República Checa, Hungría, Polonia, Bélgica, Eslovenia, Chipre, Letonia y Francia se mostraron claramente contrarios a la prohibición. Contra la prohibición, pero no de una forma tan tajante como los países anteriores, se manifestaron España, Estonia, Grecia, Letonia y

Malta. Solo Finlandia se mostró a favor de la prohibición y Holanda, único país donde no existen las retrocesiones, se pronunció explícitamente a favor. El resto de los Estados, entre ellos Portugal, no participaron en la reunión o se declararon neutrales.

5 A la vista de los resultados de esta reunión, los servicios de la Comisión deberán sacar sus conclusiones y tomar una decisión que, en principio, se adoptaría en el mes de abril. ✱

→ **SEGÚN TRES de las principales organizaciones europeas de consumidores, el asesoramiento impulsado por incentivos no es asesoramiento, sino un argumento de venta que proporciona beneficios monetarios al vendedor.**

afirmó que “es un tema que está sobre la mesa en el debate europeo y que, probablemente, lo estará durante un tiempo a raíz de la revisión de la Directiva”. No se equivocó, porque el tema no tardó en aparecer y la Comisión Europea parece dispuesta a ponerle fin tras un intenso debate en el que todas las partes interesadas se han hecho oír a través de declaraciones, cartas y comunicados. ●

5/7

Este número es indicativo del riesgo/rentabilidad del producto, siendo 1/7 el menor y 7/7 el mayor

Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75

La gama de fondos Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI permite invertir de manera responsable¹ en cualquier entorno de mercado.

es.allianzgi.com



“Esto es una comunicación publicitaria. Consulte el folleto informativo del fondo y el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) antes de tomar una decisión final de inversión”

¹ Fondo catalogado como artículo 8 según el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR). La información es exacta en el momento de la publicación. Los inversores deben tener en cuenta todas las características y/u objetivos del fondo tal y como se describen en su folleto y DFI (regulatory.allianzgi.com).

© 2007 Morningstar, Inc. Todos los derechos reservados. La información aquí incluida: 1) está protegida para Morningstar o su proveedor de contenido por derechos de autor; 2) no puede ser reproducida ni distribuida; y 3) no se garantiza que sea correcta, que esté completa ni que esté actualizada. Morningstar y sus proveedores de contenido no asumen responsabilidad alguna por cualesquiera daños o pérdidas que puedan derivarse del uso de la información presentada. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de los resultados futuros. Para las calificaciones de Morningstar se consideran fondos de un grupo de homólogos con al menos tres años de existencia. Como base de la calificación se utiliza la rentabilidad a largo plazo, teniendo en cuenta las comisiones y el riesgo. Como resultado, los fondos se puntúan con estrellas, que se calculan mensualmente. El 10% de los mejores fondos reciben cinco estrellas, el 22,5% siguiente cuatro, el 35% siguiente tres, el 22,5% siguiente dos y el 10% de los peores fondos una estrella. Las clasificaciones, calificaciones o premios no son indicaciones de la evolución futura y pueden cambiar con el paso del tiempo. Ratings a fecha de 28 / 02 / 2023. Una clasificación, una calificación o un premio no proporcionan un indicador de resultados futuros ni son constantes en el tiempo. Los resultados pasados no predicen la rentabilidad futura.

Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 es un sub-fondo de Allianz Global Investors Fund SICAV, una sociedad de inversión abierta de capital variable organizada de acuerdo al derecho de Luxemburgo. El valor de las participaciones/acciones que pertenecen a las Clases de Participaciones/Acciones del Subfondo denominadas en la divisa base puede estar sujeto a una volatilidad incrementada. Es posible que la volatilidad de otras Clases de Participaciones/Acciones sea diferente y que sea mayor. El rendimiento pasado no garantiza los resultados futuros. Los fondos pueden no estar disponibles en todos los territorios o ciertas categorías de inversores. Allianz Global Investors Fund SICAV está inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con el número 178. Los precios diarios de las acciones/participaciones de los fondos, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos/reglamento de gestión, el folleto y los últimos informes financieros anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente del emisor en la dirección abajo indicada, o en las oficinas de Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España en Serrano 49, 28001 Madrid, en las oficinas de cualquier distribuidor española o en regulatory.allianzgi.com. Lea con atención estos documentos, que son vinculantes, antes de invertir. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. Marzo de 2022. AdMaster: 2094544.

ANTE EL IMPUESTO TEMPORAL DE SOLIDARIDAD DE LAS GRANDES FORTUNAS

Objetivo: mitigar el impacto sobre las grandes fortunas

La publicación en el BOE del Impuesto Temporal de Solidaridad de las Grandes Fortunas a finales del pasado año ha obligado a los grandes patrimonios, sus asesores financieros, sus expertos fiscalistas y las comunidades autónomas perjudicadas a enfrentarse a un escenario inesperado al que tienen que adaptarse. Pero, ¿cómo lo están haciendo? Por **GONZALO TOCA**.

Alicia de Carlos, socia y coordinadora del área de Fiscal de Cuatrecasas, explica que nos encontramos ante “la aplicación de un nuevo impuesto sobre el patrimonio para los contribuyentes con un patrimonio neto, no exento, superior a tres millones de euros”. En principio, la tasa nace con una vocación temporal y limitada a los ejercicios 2022 y 2023, pero se puede extender.

Por otra parte, aunque la tasa es estatal, no tendrán que abonarla en toda España,

sino únicamente en las comunidades autónomas (CCAA) donde el Impuesto sobre Patrimonio (IP) sea inferior al del nuevo gravamen. Y será allí donde, según de Carlos, “deberán deducir lo tributado por el IP y determinar la cuantía a pagar en el nuevo gravamen por la diferencia resultante”.

La nueva tasa fue anunciada por el Gobierno el pasado 29 de septiembre y se publicó finalmente en el BOE tres días antes de que acabase 2022. Además, grava también los patrimonios del año pasado. Por eso, los afectados deberán empezar a abonarla en los próximos meses y las



grandes fortunas y sus asesores apenas han tenido tiempo para reaccionar.

Para los expertos de AFI, **Ignacio Astorqui** (socio) e **Ignacio Marqués** (consultor fiscal), las grandes fortunas en la Comunidad de Madrid serán las grandes perjudicadas con el nuevo gravamen, porque llevaban sin abonar el Impuesto de Patrimonio desde 2008. En Andalucía y Murcia las consecuencias para ellas serán menores. Las dos suprimieron Patrimonio a finales del año pasado y fue también entonces cuando Galicia aumentó su bonificación del 25% al 50%.

Las grandes fortunas en Navarra y País Vasco, mientras tanto, podrían volver a encontrarse en una situación privilegiada. Gracias al Convenio y el

→ LAS TRES PRINCIPALES estrategias de mitigación del tributo son el límite renta patrimonio, la exención de empresa familiar y la dispersión del patrimonio entre familiares.

Concierto respectivamente, como advierte **José María Ferrer**, director de **Renta 4 Banca Privada y Wealth**, “serán las únicas comunidades autónomas que gestionarán y recaudarán este impuesto en sus territorios”, y, por lo tanto, dispondrán de más medios para flexibilizarlo. **Unai**

Rementería, diputado general de Vizcaya, aseguró en febrero que las grandes fortunas no pagarán el nuevo gravamen en Euskadi, al menos, en el ejercicio de 2022, porque la ausencia de una norma foral que lo regule impide aplicarlo retroactivamente.

De todos modos, y vivan donde vivan sus clientes, los principales asesores de los grandes patrimonios llevan meses volcados en las fórmulas con las que esperan mitigar la nueva tasa en la factura fiscal de sus clientes. Y **Lucía Coto**, directora del área de Grandes Patrimonios y Empresa Familiar en **PwC Tax & Legal**; y **Marcos Valle**, fiscalista del mismo departamento, les recuerdan, en ese sentido, que pueden aprovechar que el nuevo gravamen favorece las

mismas medidas de mitigación que el Impuesto sobre Patrimonio.

Así, **José María Mingot**, director de la Asesoría Jurídica y Fiscal de **Tressis**, destaca que los activos de las empresas familiares están exentos en Patrimonio y en la tasa a las grandes fortunas. Además, el experto de Tressis subraya que los activos que forman parte de la empresa familiar disfrutaban también de “una bonificación del 95% de la base imponible para el heredero o donatario en el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones y de una exención en el IRPF, en el supuesto de transmisión lucrativa de la ganancia de patrimonio en el donante por la donación de la actividad económica o de la empresa familiar”.

Duros requisitos

Alicia de Carlos, de Cuatrecasas, apunta que la consideración de empresa familiar supone “una participación accionarial mínima del 5% a nivel individual o del 20% por su grupo familiar”. También es necesario, sigue, “que la persona a nivel individual o alguien de su grupo familiar ejerza funciones de dirección en dicha entidad y, además, perciba por dichas funciones una remuneración que represente su principal fuente de renta (la mayoría de los rendimientos del trabajo o de actividad económica)”. →→→



→→→ Finalmente, aclara, “también se exige que la entidad sea operativa y desarrolle efectivamente una actividad económica y sus activos se encuentren afectos a la misma”.

La experta de Cuatrecasas recuerda en este punto que las “sociedades que solo posean inversiones financieras o remansen activos de uso personal de los socios no podrán acogerse a este régimen”. Además, explica, “el hecho de que una sociedad realice una actividad económica y vaya acumulando tesorería o inversiones financieras sin un compromiso de reinversión en el corto o medio plazo no podrá considerar dichas inversiones como afectas a una actividad económica”. En paralelo, matiza, “si la sociedad dispone de activos no afectos, la exención no será total, sino que será proporcional y, por tanto, una parte de su valor sí estará sujeta a tributación en el impuesto sobre las grandes fortunas”.

Pero, el empleo de la estructura de la empresa familiar tiene otros riesgos. Según Ignacio Astorqui e Ignacio Marqués, de AFI, “es posible que la estructuración de un patrimonio empresarial traiga consigo operaciones de reestructuración que posteriormente sean objeto de revisión por parte de la Agencia Tributaria en el Impuesto de Sociedades o

IRPF, sobre todo aquellas en las que los patrimonios de las sociedades intervinientes sean elevados”.

Límite renta/ patrimonio

Otra estrategia que están siguiendo las grandes fortunas para mitigar el impacto del nuevo gravamen es exprimir el llamado “límite renta patrimonio”, por el que la regulación española establece un tope a lo que se le puede cobrar a un contribuyente en su factura fiscal total de Patrimonio, IPRF e impuesto a las grandes fortunas. Y ese tope es el 60% de la suma de las bases imponibles en el IRPF. Con esta medida, se puede reducir la cuota íntegra del nuevo gravamen en un 80%

y, en consecuencia, situar la tributación máxima en un 0,7%.

Esta estrategia, según Alicia de Carlos, la pueden aprovechar “contribuyentes con un elevado patrimonio pero que no perciban muchas rentas computables en su IRPF”. En este sentido, advierte, queda excluida del cálculo de la suma de las bases imponibles la parte del ahorro “derivada de ganancias y pérdidas patrimoniales que corresponda al saldo positivo de las obtenidas por las transmisiones de elementos patrimoniales adquiridos o de mejoras realizadas en los mismos con más de un año de antelación a la fecha de transmisión”.

En Tressis, advierte José María Mingot, distinguen las “rentas buenas” (las que

→ SEGÚN AFI, los grandes patrimonios no se mudarán masivamente porque ni es tan fácil hacerlo ni puede que les merezca la pena si el impuesto dura solo dos años.

contribuyen a reducir la cuota del gravamen de Patrimonio y de las grandes fortunas) de “las rentas malas” (las que no ayudan a reducirlo). Las primeras suelen ser, según el experto, “ganancias de patrimonio de más de un año”, y las segundas incluyen, generalmente, “dividendos, intereses o ganancias significativas obtenidas en menos de un año”.

¿Es inconstitucional el nuevo gravamen?

● Tanto la Comunidad de Madrid como Andalucía han anunciado que recurrirán el impuesto sobre las grandes fortunas ante el Tribunal Constitucional (TC) y que, además, solicitarán su suspensión cautelar. José Luis López-Hermida, de KPMG Abogados, vislumbra en los recursos dudas sobre el encaje constitucional del gravamen “tanto de carácter formal (por ejemplo, en relación con su tramitación) como material (por ejemplo, sobre vulneración de competencias autonómicas)”.

● Guadalupe Díaz-Súñico y Javier Vinuesa, socios de Fiscal de Gómez-Acebo & Pombo, ven posibilidades a los recursos. No está claro, dicen, si “la retroactividad de la norma es conforme al principio de seguridad jurídica”. O, dicho de otra forma, queda por

determinar si la publicación del impuesto de las grandes fortunas en el Boletín Oficial del Estado durante los tres últimos días del año pasado permite o no aplicarlo al conjunto del ejercicio.

● Los expertos de Gómez-Acebo & Pombo no descartan que “el TC limite el efecto de su sentencia a situaciones no firmes, como hizo con el Impuesto sobre el Incremento de Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana”. Por eso, aclaran, “aconsejamos a nuestros clientes que recurran el impuesto y, de hecho, hemos conseguido que fondos de litigación financien dichos recursos”. José María Mingot, de Tressis, confirma, en este sentido, que “son muchos los despachos de abogados que están recomendando a sus clientes presentar su declaración por el impuesto e impugnar su autoliquidación”. ✱



ALICIA DE CARLOS

(CUATRECASAS)

“El llamado límite renta/patrimonio pueden aprovecharlo contribuyentes con un elevado patrimonio pero que no perciban muchas rentas computables en su IRPF”.



IGNACIO ASTORQUI

(AFI)

“La obligación del nuevo gravamen no es solo personal (por residencia) sino también por obligación real (activos ubicados en España) para los no residentes”.



IGNACIO MARQUÉS

(AFI)



JOSÉ MARÍA MINGOT

(TRESSIS)

“Hay que ser cautelosos con las donaciones porque debe existir un auténtico ‘animus donandi’, son irrevocables y empobrecen al contribuyente”.

Ignacio Astorqui e Ignacio Marqués advierten sobre el peligro de mezclar en las sociedades *holding* “ningún tipo de gasto susceptible de ser personal con cualquier gasto profesional, para evitar caer en supuestos de retribuciones en especie o usos de socio que puedan alterar esos límites previamente calculados”.

Cuidado con las donaciones

Jesús López Tello, socio del área de Fiscal de **Uría Menéndez** en la oficina de Madrid, sugiere que “la división del patrimonio o su gasto mitigan el impacto del impuesto”. Y Mingot reconoce, en este sentido, que reciben “muchas consultas” sobre la dispersión de activos entre familiares para aprovechar las bonificaciones de Sucesiones y Donaciones. Sin embargo, advierte, “hay que, ser cautelosos” porque “debe

existir un auténtico *animus donandi*”, las donaciones son “irrevocables” y “empobrecen al contribuyente”.

Alicia de Carlos, de Cuatrecasas, recuerda que “hay que considerar la situación patrimonial del donatario (beneficiario de la donación) y si con la donación recibida se supera o no el umbral mínimo de tributación del impuesto sobre las grandes fortunas”. En segundo lugar, continúa, “la donación misma se encuentra gravada por Sucesiones y Donaciones pero hay varias CCAA que tienen un régimen bonificado que hace que la tributación sea reducida por parte del donatario”. Finalmente, debemos entender que, en función del tipo de bien donado, “puede generarse una tributación en el IRPF del donante”.

José Luis López-Hermida, director responsable del área de Cliente Privado y Empresa Familiar en **KPMG Abogados**, apunta que “de toda Europa,

solo Noruega (tipos máximos en torno al 0,85%) y Suiza (tipos máximos en torno al 1,09%) gravan el patrimonio de personas físicas”. Es más habitual recurrir al recargo en los bienes inmuebles a través del IBI, que es a lo que se han acogido Francia, el Reino Unido, Italia o Portugal.

A pesar de eso, Ignacio Astorqui e Ignacio Marqués, recuerdan que, cuando se tiene una visión fiscal de conjunto, computando todos los impuestos y no solo el de las grandes fortunas, “no hay diferencias muy significativas entre Alemania, Francia, Italia o España”. Y, en parte por eso, hacer las maletas se considera una estrategia de último recurso y muy excepcional para las grandes fortunas.

Según los expertos de AFI, ni es tan sencillo marcharse, por ejemplo, a Portugal, ni está claro que merezca la pena mudarse si el impuesto dura, finalmente, dos ejercicios. Además, advierten, “la obligación del nuevo gravamen no es solo

personal (por residencia) sino también por obligación real (activos ubicados en España) para los no residentes, lo que hará tributar, siempre y cuando se superen los límites, tanto a las personas que han trasladado su residencia a España como a los no residentes que han invertido en España”.

Parece poco probable, por lo tanto, que los grandes patrimonios cojan las maletas. Lo que sí puede suceder, según José María Ferrer, de Renta 4, es que el nuevo gravamen, al haberse implementado dejando sin apenas margen de maniobra a las grandes fortunas, genere una sensación de inseguridad jurídica que haga que otros grandes patrimonios que estaban buscando asesoramiento para instalarse o invertir en nuestro país se lo piensen dos veces y valoren mejor otros destinos de nuestro entorno, como Portugal, Italia o Francia. ●

* Inteligencia Artificial (IA)

¿Qué opina la IA sobre los asesores financieros?

Gracias a la posibilidad de acceder gratuitamente al programa ChatGPT, la Inteligencia Artificial (IA) ha irrumpido con fuerza provocando sorpresa, expectativas, temor y, sobre todo, una enorme curiosidad. Por ello, es oportuno acercarse y preguntarle sobre los asesores y el asesoramiento financiero y sobre sus muchas y posibles utilidades. Por **CARLOS RUBIO**.

Nadie tiene dudas, ni siquiera aquellos que se muestran confusos ante este fenómeno, de que la Inteligencia Artificial (IA) va a alterar muchos aspectos de la sociedad. La novedad de esta IA incipiente es que entiende el lenguaje humano con facilidad y es capaz de responder en prácticamente cualquier idioma de una forma y en un estilo semejante al que le demanda una respuesta. La profundidad y concreción de sus respuestas es solo cuestión de tiempo. Solo

hay que tener en cuenta que el ChatGPT es 40 veces más potente que el programa al que ha venido a sustituir y las nuevas versiones serán hasta 100 veces más potentes.

En muy poco tiempo y desde que en noviembre pasado se abriera al público, han sido muchos los que se han dado de alta en el programa y le han preguntado sobre cuestiones de todo tipo. También nosotros lo hemos hecho tratando de averiguar la imagen que tiene de los asesores y su opinión del asesoramiento financiero, planteándole las cuestiones que les ocupan y preocupan.

Midjourney, un programa de inteligencia artificial, ha creado esta imagen del asesor financiero a partir de las siguientes indicaciones: imagen de un asesor financiero hablando por móvil, con una pantalla para seguir la Bolsa y un ordenador en la mesa.



¿Qué piensa ChatGPT que es un asesor financiero?

“Un asesor financiero es un profesional que ayuda a las personas a tomar decisiones informadas sobre sus finanzas personales. Pueden brindar asesoramiento sobre una variedad de temas financieros, como inversiones, ahorros, impuestos, jubilación y planificación patrimonial”.

Esta es la rápida respuesta que ChatGPT da cuando se le pregunta qué es un asesor financiero. Tratando de indagar más, le preguntamos sobre las ventajas de tener un asesor financiero. Y esta fue su respuesta:

“El asesoramiento financiero tiene varias ventajas, algunas de las cuales incluyen:

Ayuda a las personas a alcanzar sus objetivos financieros a largo plazo, como la jubilación, la compra de una casa o la educación de los hijos.

Proporciona un plan financiero personalizado que se adapta a las necesidades y metas individuales.

Ayuda a las personas a entender y manejar sus inversiones y a tomar decisiones informadas sobre el uso de sus recursos.

→→→

¿Qué significa GPT?



➤ GPT significa Generative Pre-trained Transformer (transformador preentrenado generativo). ChatGPT es un chat de inteligencia artificial que ha sido entrenado y diseñado para mantener conversaciones naturales y el número que, normalmente, acompaña al nombre indica la versión.

Detrás de su creación se encuentra la empresa Open AI, fundada por personajes como Elon Musk.

➤ Su gran aportación es su capacidad de comprensión del lenguaje natural: ChatGPT es capaz de entender el lenguaje natural, lo que le permite responder a preguntas, comprender el contexto y generar texto relevante y coherente. Tal comprensión irá aumentando en las versiones posteriores.

➤ Es capaz de generar texto fluido y coherente en respuesta a una variedad de entradas de texto, lo que lo hace útil en una amplia gama de aplicaciones. Y todo ello en múltiples idiomas.

➤ A principios de año, Microsoft se comprometió a invertir 10.000 millones de dólares en Open AI, lo que le permite usar la tecnología ChatGPT e integrarla en Bing, su buscador. Ello plantea un posible cambio en la hegemonía de Google, algo impensable hasta hace unos meses.

➤ Un buscador con ChatGPT integrado ofrece notables ventajas respecto a un buscador tradicional, como por ejemplo no tener que elegir la fuente de información, ya que las respuestas que ofrece Chat GPT son un compendio de todas las fuentes disponibles. ❁

→→→ Facilita una perspectiva imparcial y objetiva sobre las finanzas personales.

Ayuda a las personas a mantenerse enfocadas en sus metas financieras y a evitar decisiones impulsivas.

Facilita a las personas la reducción de sus impuestos para maximizar su riqueza.

Puede ayudar a las personas a preparar eventos financieros inesperados, como una enfermedad o un despido.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que no todos los asesores financieros son iguales y es importante investigar sobre su experiencia y registro antes de contratarlo, además de asegurarte de que tus intereses se alineen con los de tu asesor financiero. También es importante entender los costes y cargos asociados con el servicio de asesoramiento financiero”.

¿Qué cualidades debe tener un buen asesor?

¿Qué cualidades hay que tener para ser un buen asesor financiero? Se lo hemos preguntado. Y la respuesta, rápida como siempre, no puede ser más clara y concisa, sin que falte ninguno de los aspectos que se demandan para el buen ejercicio de la profesión:

Un comunicado en verso

- **La Inteligencia Artificial es una herramienta fundamental en la relación de los profesionales del asesoramiento financiero con sus clientes. Ya no hará falta perder tiempo y enredarse en la elaboración de comunicados, tratando que sean claros para la mejor comprensión de los clientes. Ni tampoco acudir a expertos en comunicación, que deberán poner su esfuerzo en otros cometidos de forma urgente. Basta con decirle lo que queremos comunicar, indicándole si deseamos poner énfasis en algún aspecto. Cuantos más datos aportemos, más completa será la nota sin preocuparnos de que pueda resultar confusa. Y se lo podemos pedir en prosa o en verso.**
- **A ChatGPT le pedimos que escribiera un comunicado en verso de 200 palabras diciendo que en el mes de abril la cartera de inversión tuvo una pérdida del 0,8%. La causa principal de dicha pérdida fue el mal comportamiento de los activos de renta variable. Había que destacar el buen comportamiento de la renta fija y que, en los cuatro primeros meses del año, la cartera tuvo un beneficio del 1,21%. Las previsiones para final de año son de una rentabilidad del 3,1%.**



- **Y este fue el resultado a los pocos segundos de realizar la petición: Abril es un mes que nos deja un sabor amargo, pues nuestra cartera perdió un 0,8% de su valor. La causa fue el mal comportamiento de la renta variable que nos causó un gran dolor. Pero no todo es malo, la renta fija se comportó bien, y en los primeros cuatro meses del año, nuestra cartera ha obtenido un beneficio del 1,21%. Aunque el mes pasado fue difícil, todavía hay esperanza. Las previsiones para fin de año son positivas, un 3,1% de rentabilidad esperamos obtener. Seguiremos trabajando duro para recuperarnos y brindarle a nuestros inversores lo mejor. ✨**

“Conocimientos financieros sólidos: un asesor financiero debe tener un alto nivel de conocimiento en áreas como inversiones, impuestos, planes de jubilación y seguros.

Habilidades analíticas: debe ser capaz de analizar y comprender los datos financieros y utilizarlos para tomar decisiones informadas.

Habilidades de comunicación: tiene que comunicar de manera clara y efectiva con sus clientes,

explicando conceptos financieros complejos de manera sencilla y comprensible.

Habilidades de escucha activa: un asesor financiero debe ser capaz de escuchar atentamente a sus clientes y entender sus necesidades financieras únicas.

Integridad: debe ser ético y honesto en sus acciones y decisiones, siempre poniendo los intereses de sus clientes por encima de los suyos propios.

Adaptabilidad y

flexibilidad: un asesor financiero debe adaptarse a los cambios en el mercado financiero y a las necesidades cambiantes de sus clientes”.

Como parece saberlo todo, le preguntamos también si están bien pagados los asesores financieros. Su respuesta parece tomar como referencia la situación en Estados Unidos, algo que suele ser frecuente cuando se le pregunta sobre cuestiones históricas, por

ejemplo. Los desarrolladores ya han anunciado que este problema se resolverá en breve cuando se le añadan datos sobre otras realidades. En cualquier caso, no deja de ser útil la respuesta:

“Los asesores financieros pueden tener salarios muy variados, ya que dependen de muchos factores como la experiencia, el tipo de empleo, la geografía, el tamaño de la empresa y la especialización. Sin embargo, en general, los asesores financieros pueden ganar un salario decente.

Según la información de Glassdoor, en Estados Unidos los salarios promedio para un asesor financiero son de aproximadamente 65.000 dólares al año. Mientras que los asesores financieros más experimentados y con mejor rendimiento pueden ganar mucho más, con ingresos anuales que pueden superar los 200.000 dólares.

Además, algunos asesores financieros pueden ganar comisiones y bonos adicionales, dependiendo de su rendimiento y de las políticas de compensación de su empleador. Es importante mencionar que hay una gran variedad en los modelos de compensación entre las diferentes compañías, algunos pagan más basándose en un salario fijo y otro en comisiones.

En resumen, los asesores financieros pueden ganar un salario decente, pero el rango de salarios es amplio

y depende de muchos factores”.

¿Qué aporta la IA al inversor?

Con tantos conocimientos sobre lo que es el asesoramiento financiero era obligado preguntarle sobre las ventajas de la Inteligencia Artificial (IA) a la hora de invertir. Esta fue la respuesta, que debería tomarse como un inventario de las posibilidades que ofrece su uso para los propios profesionales del asesoramiento:

“Análisis de datos: la IA puede analizar grandes cantidades de datos financieros y económicos en poco tiempo, lo que permite a los inversores tomar decisiones más informadas basadas en patrones y tendencias en los datos.

Predicción: la IA puede utilizar algoritmos de aprendizaje automático para predecir el comportamiento del mercado y de las

→ ChatGPT asegura que el protagonismo de la tecnología no significa un declive en el asesoramiento humano, sino su integración para hacer el asesoramiento más accesible y eficiente.

acciones individuales, lo que permite a los inversores tomar decisiones de inversión más precisas.

Automatización: la IA puede automatizar procesos de inversión, como el seguimiento de acciones o la ejecución de órdenes de compra o venta, lo que permite a los inversores ahorrar tiempo y reducir el error humano.

Análisis de sentimiento: la IA puede analizar grandes cantidades de datos de medios sociales y noticias para detectar el sentimiento general hacia una empresa o un sector, lo que puede ayudar a los inversores a tomar decisiones informadas sobre sus inversiones.

Diversificación: la IA puede ayudar a diversificar automáticamente los portafolios de inversión, lo que ayuda a reducir el riesgo y maximizar el rendimiento.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que la IA no es infalible y no siempre toma las decisiones correctas. Es importante no depender completamente de las decisiones de la IA y mantener siempre un control y supervisión de las inversiones”.

ChatGPT se está utilizando, especialmente, para tratar de encontrar respuestas sobre el futuro. Por ello, era inevitable que hiciéramos la pregunta sobre si tiene futuro el asesoramiento financiero.

“Sí, el asesoramiento financiero tiene futuro –responde con la rapidez habitual–.

Una demanda laboral creciente

Filólogos, abogados y profesores de idiomas son los profesionales más buscados en la creciente demanda de puestos de trabajo relacionados con la IA.

Los expertos justifican estos perfiles porque las nuevas tecnologías valoran mucho la capacidad de pensar de forma crítica y de aportar una perspectiva humana y ética. Por otro lado, los entornos de la IA van a precisar en los próximos años un buen conocimiento de idiomas y de aspectos jurídicos. En cualquier caso, la IA precisa de equipos mixtos donde haya profesionales de programación, de conocimientos lingüísticos y de legislación y ética, que puedan garantizar los derechos y el correcto uso de una tecnología que está en sus inicios, pese a que esta ya siendo utilizada en muchos sectores y empresas.

Según InfoJobs, a partir de su herramienta Job Market Insight, que es una herramienta de inteligencia de mercado que ofrece una visión de mercado laboral internacional a través del uso de big data, las ofertas laborales relacionadas con la IA se incrementaron un 31% en España en relación con el año anterior. ✨

→→→ A medida que las personas envejecen y se acercan a la jubilación, se vuelven más conscientes de la necesidad de planificar y administrar sus ahorros y activos. Además, con el aumento de la complejidad y la volatilidad de los mercados

financieros, las personas buscan asesoramiento de profesionales para ayudarles a tomar decisiones informadas.”

La tecnología también está cambiando la forma en que se brinda el asesoramiento financiero, con un mayor uso de plataformas en línea y

robo-asesores, pero esto no significa necesariamente un declive en el asesoramiento humano, sino una evolución y una mejor integración de herramientas digitales para mejorar la experiencia del cliente y hacer el asesoramiento más accesible y eficiente.

En resumen, el asesoramiento financiero seguirá siendo una necesidad para muchas personas y empresas, y los profesionales que brinden un servicio de calidad y personalizado continuarán teniendo un papel importante en el mercado.”

50 AÑOS

Los acontecimientos financieros más importantes en medio siglo

■ Según ChatGPT, estos han sido los acontecimientos financieros más importantes en los últimos 50 años.

1. Crisis del petróleo de 1973: el aumento repentino del precio del petróleo provocó una recesión económica mundial. Cambió la forma en que se vieron los mercados energéticos.

2. Crisis financiera de México de 1994: un colapso económico causado por una crisis de deuda y del tipo de cambio que tuvo un gran impacto en el mercado de deuda emergente y en las economías de América Latina.

3. Crisis financiera de Asia 1997-1998: una serie de crisis económicas que comenzaron en Tailandia y se extendieron a Corea del Sur, Indonesia y Malasia, provocando una recesión económica en toda la región.

4. Crisis financiera global de 2008: causada por la caída del mercado inmobiliario en Estados Unidos, a consecuencia de una crisis crediticia y de liquidez en los mercados financieros mundiales. Provocó una recesión económica global.

5. Eurozona crisis 2010-2012: crisis financiera y de deuda en varios países de la zona euro, incluyendo Grecia, Irlanda, Portugal y España, debido a problemas fiscales y de estabilidad financiera.

6. Escándalo de manipulación de tipos de interés de Libor en 2012: los principales bancos del mundo se vieron implicados en un escándalo de manipulación del London Interbank Offered Rate (Libor), una tasa de referencia utilizada para fijar los tipos de interés en un gran número de contratos financieros.

7. Brexit 2016: Referéndum en el que el Reino Unido votó a favor de dejar la Unión Europea, generando un gran impacto económico en el país y en la Unión Europea, y creando incertidumbre en el mercado financiero mundial.

8. Pandemia COVID-19 en 2020: el brote del COVID-19 afectó a la economía mundial provocando una recesión económica y una gran volatilidad en los mercados financieros, generando un gran impacto en el comercio internacional y en la inversión. ✱

¿Hay que cobrar comisiones?

A ChatGPT se le puede preguntar sobre los temas de actualidad. Y así lo hemos hecho tratando de conocer lo que opina sobre el tema central que desarrolla esta revista y que es objeto en los últimos meses de un amplio debate en el Comisión Europea: ¿hay que cobrar comisiones por los servicios financieros? Esta es su respuesta:

“El cobro de comisiones por servicios financieros es un tema controvertido. Algunos argumentan que las comisiones son justas porque los asesores financieros proporcionan un servicio valioso que ayuda a las personas a tomar decisiones financieras informadas y a alcanzar sus objetivos financieros. Además, las comisiones pueden ser un incentivo para que los asesores financieros faciliten un servicio de calidad y se esfuercen por lograr los mejores resultados para sus clientes.

Por otro lado, hay quienes argumentan que



las comisiones pueden crear un conflicto de intereses, ya que los asesores financieros pueden estar motivados a recomendar productos o servicios financieros que no son, no obstante, los más adecuados para sus clientes, con el fin de obtener mayores comisiones.

En algunos países, existen requisitos que fundamentan que los asesores financieros deben proporcionar servicios de manera clara, justa y transparente, y ciertos requisitos para garantizar que los clientes estén informados sobre las comisiones y cualquier otro tipo de compensación.

Es importante mencionar que existen diferentes modelos de compensación, algunos basados en comisiones y otros basados en honorarios, y cada uno

➔ **LA IA CONSIDERA que el asesoramiento financiero tiene futuro por la creciente complejidad de los mercados y porque cuando las personas se acercan a la jubilación tienen mayor necesidad de planificar y administrar sus ahorros y activos.**

tiene sus ventajas e inconvenientes. Por lo tanto, es importante que los clientes entiendan cómo se están compensando los servicios financieros que reciben, y asegurarse de que estos modelos no generen conflictos de intereses”.

¿Qué significa tener cultura financiera?

¿En qué consiste tener cultura financiera y cuáles son los países con mayor cultura financiera?, le preguntamos, teniendo en cuenta que es un tema recurrente entre las preocupaciones de EFPA España y, en general, de los asesores financieros.

“La cultura financiera se refiere a la educación y conciencia sobre el manejo del dinero y la toma de decisiones financieras informadas. Esto incluye el conocimiento de conceptos básicos como el presupuesto, la inversión, la deuda y la planificación financiera a largo plazo. Tener una buena cultura financiera también implica ser consciente de los riesgos y oportunidades financieras y ser capaz de tomar decisiones responsables financieras.

Es difícil determinar exactamente cuál es el país con mayor cultura financiera, ya que esto puede variar dependiendo de los criterios utilizados para medir la cultura financiera. Sin embargo, estos son algunos países a los que se considera con una alta cultura financiera:

Estados Unidos: El sistema financiero de Estados Unidos es considerado uno de los más grandes e importantes del mundo, y el país es conocido por su alto nivel de educación financiera y su amplia variedad de productos financieros.

Suiza: Suiza es conocida por su estabilidad económica y por su banca privada, y se considera que los ciudadanos suizos tienen un alto nivel de conocimiento financiero.

Singapur: Singapur es considerado un centro financiero internacional importante, y se considera que la mayoría de los ciudadanos singapurenses tienen un alto nivel de educación financiera y están bien informados sobre los productos y servicios financieros disponibles.

Alemania: Alemania es conocida por su sólida economía y su cultura financiera conservadora. Se considera que los ciudadanos alemanes tienen una alta educación financiera y una gran cultura de ahorro.

Japón: Japón es conocido por su estabilidad económica y por su alta cultura del ahorro, lo que se traduce en un alto nivel de educación financiera en la población.” ●

BUSCAN ALTERNATIVAS Y UN VALOR REFUGIO EN ACTIVOS RURALES

Los inversores miran a la España vaciada



La convulsión de los mercados por la retirada de los planes de estímulo pandémicos, la guerra de Ucrania, la inflación –persistente y desatada– y el frenazo al crecimiento económico han multiplicado la diversificación y la apuesta por activos alternativos entre los inversores. Y así es como las tierras y las fincas rústicas se han convertido en activos muy codiciados. Por **GONZALO TOCA**.

Según los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), tanto 2022 como 2021 fueron los dos ejercicios en los que se vendieron más fincas rústicas desde que estalló la burbuja del ladrillo en 2008. Hablamos de casi 320.000 inmuebles en total a lo largo y ancho de nuestro país. Algo se está moviendo –y rápido– en la España vaciada.

Juan Fraile, director del departamento de **Fincas Rústicas de Gilmar**, admite “que la ausencia de relevo generacional en el campo está poniendo un gran número de fincas en el mercado”. Los nuevos propietarios, aclara, “están profesionalizando esta actividad económica para obtener un mayor rendimiento con la ayuda de las nuevas tecnologías”. Marc Garrigasait, gestor del fondo **Panda Agriculture & Water**, recuerda que “nos encontramos en medio de un fuerte proceso de concentración de tierras en grandes países agrícolas que era cuestión de tiempo que llegase a España”.

Además, sigue Garrigasait, ya se vislumbran los movimientos de grandes patrimonios en los campos españoles en busca de “unos activos estables que permiten además diversificar el riesgo de las inversiones en Bolsa, porque su valor suele estar parcialmente descorrelacionado del de los activos financieros”. Se

pueden crear bonos, explica el gestor del fondo **Panda Agriculture & Water**, “pero no se pueden crear terrenos... y esa es una ventaja de los activos reales que ningún inversor debería despreciar”.

Juan Fraile entiende que “la razón principal” del interés de los inversores “es que durante generaciones, el campo ha sido un valor seguro, un buen refugio para el dinero”. Inversores y fondos, advierte, “han detectado las posibilidades que ofrecen estos activos, sobre todo en épocas de mayor inflación y/o inestabilidad económica”. Y Garrigasait coincide con él en que “las explotaciones agrarias les pueden ayudar a administrar mejor la inflación gracias a los alimentos que producen, que también suben cada vez que suben los precios”, un punto que se ha vuelto muy atractivo últimamente para los inversores.

Mitigar la inflación

La inflación anual de los alimentos y las bebidas no alcohólicas se ha catapultado de alrededor del 2% en enero de 2020 y 2021 a casi el 5% en enero de 2022 y el 15,4% en enero de 2023. Y esto no se puede vincular sin más al aumento del coste de la energía, porque el barril de Brent se desplomó alrededor de un 15% entre junio de 2022 y el pasado mes enero.



Héctor Rodríguez Marrero

CBRE Agribusiness España

“Los nuevos inversores son, principalmente, *family offices* españoles y extranjeros, fondos patrimonialistas que ya invertían en agricultura y que valoran invertir más”.



Cristina Arias

Tinsa

“Los inversores prefieren fincas de regadío de gran extensión, explotación de cultivos intensivos y nuevas plantaciones de leñosos, como el almendro o el pistacho”.



Marc Garrigasait

Panda Agriculture & Water

“Los inversores buscan unos activos reales que les permitan diversificar el riesgo de la Bolsa y cuyo valor esté descorrelacionado de los activos financieros”.

Por otra parte, como sugiere el experto de Gilmar, los campos no solo son cultivos sino también tierras. Y la estabilidad y las pequeñas revalorizaciones de los terrenos agrícolas también pueden ayudar a mitigar la inflación y los fugaces vuelcos de la economía y los mercados. Según la Encuesta de Precios de la Tierra publicada por el INE, el precio medio de las tierras agrarias españolas se ha mantenido estable desde 2017 a pesar de la crisis pandémica. Teniendo esto muy en cuenta, los inversores pretenden emplear ahora los campos como un escudo contra las fluctuaciones provisionales (acelerones y frenazos) del PIB que están sufriendo sus carteras, compuestas sobre todo por activos financieros muy expuestos a la volatilidad.

Garrigasait identifica otros dos motores para el hambre renovada que está provocando el campo español entre los inversores. Para empezar, dice, las expectativas globales son buenas, porque “los objetivos vinculados a la lucha contra el cambio climático exigen la protección y plantación de grandes extensiones forestales y la enorme explosión demográfica mundial necesita una fuerte ampliación de la producción de alimentos a largo plazo”. Cristina Arias, directora del Servicio de Estudios de Tinsa, cree que “el objetivo de seguridad alimentaria promovido por la →→→

→→→ ONU ante la necesidad de continuar alimentando a una población mundial creciente hasta 2050 también abre la puerta a la inversión de impacto para la investigación en técnicas de cultivo sostenibles”.

Todo ello explica en parte el enorme peso presupuestario y valor estratégico que tiene la Política Agraria Común (PAC) en el presupuesto de la Unión Europea. Y, precisamente, la última novedad de la PAC, ya en marcha, son los ecoesquemas, un tipo de ayudas a los agricultores que dedican parte de sus campos a la agricultura baja en carbono (que incluye las cubiertas vegetales sembradas o el pastoreo extensivo) y a la llamada agroecología (que incluye

prácticas como la rotación de los cultivos con especies mejorantes o la siega sostenible).

¿Pero qué buscan (exactamente) los inversores?

Marc Garrigasait, de *Panda Agriculture & Water*, cree que los inversores buscan sobre todo “unos terrenos agrícolas de al menos diez hectáreas que no se encuentren entre sí a más de 100 kilómetros de distancia para aprovechar al máximo las economías de escala”. Por otra parte, añade, “cada vez resulta más atractiva la transformación de los cultivos de secano en cultivos de regadío, como

vemos que ocurre en los invernaderos españoles”. Según los datos de Tinsa, las tierras de cultivo para invernaderos llevan acumulando un retorno positivo de la inversión (CAGR) a cinco años desde 2017, mientras que sus precios por hectárea no han bajado de los 145.000 euros desde el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008.

Justamente, Cristina Arias considera que entre los nuevos inversores en la España vaciada “existe una clara preferencia por fincas agrícolas de regadío de gran extensión, la explotación de cultivos en modalidad intensiva y una apuesta por nuevas plantaciones de leñosos, como el almendro o el pistacho”. Este interés, sigue la experta, “responde

a la mayor productividad de la tierra de regadío, a la búsqueda de economías de escala y a los patrones de consumo de la demanda, todo lo cual deriva en una mejora de la rentabilidad del cultivo”.

Arias recuerda que “el valor del suelo agrario en los últimos cinco años se ha incrementado más en la categoría de frutales de secano (un 3,6% de crecimiento medio) por el auge de frutos secos como las almendras y los pistachos”. Por otra parte, matiza, “el valor medio de la tierra es más elevado en el caso de cultivos de invernaderos y hortalizas, de 157.000 euros por hectárea y 72.000 por euros por hectárea respectivamente, seguido de cítricos, con 53.000 por hectárea”.

¿Sirven las tierras como escudos contra la inflación?

Los grandes inversores, que están redescubriendo los encantos de la España vaciada, quieren que sus tierras sean escudos contra la inflación y contra las brutales fluctuaciones de las economías y los mercados financieros. Y para eso, generalmente, necesitan que sus campos produzcan alimentos apreciados, que exista un mercado fluido de compraventa de tierras y que las propias tierras

actúen como unos activos estables que se revaloricen o, al menos, conserven su valor a largo plazo.

Ciertamente, el mercado cada vez es más fluido, porque las ventas de fincas rústicas han pasado de 145.000 unidades cuando estalló la burbuja en 2008 a casi 160.000 el año pasado según los datos del INE. Por otra parte, las cifras de Tinsa muestran que, de los principales cultivos, los únicos campos que se

han revalorizado desde 2008 son los de los invernaderos; que los de frutales de secano se han mantenido más o menos estables y que los de cítricos y hortalizas han soportado fuertes caídas.

Más recientemente, es cierto que las tasas de retorno de la inversión (CAGR) a cinco años llevan siendo positivas en los últimos seis ejercicios para los invernaderos

y en los últimos tres para los frutales de secano. Sin embargo, también lo es que esas mismas tasas de retorno de la inversión han sido negativas en los últimos nueve ejercicios (todos menos el del año pasado) para las hortalizas y en los últimos diez para los cítricos. Que el valor de las tierras les ayude a los inversores a mitigar la inflación va a depender, y mucho, del tipo de alimentos que puedan cultivar. ✱

| Ventas de fincas rústicas | | |
|---------------------------|---------|-----------------------|
| | Número | Crecimiento anual (%) |
| 2022 | 156.925 | -2,2 |
| 2021 | 160.398 | 30,2 |
| 2020 | 123.190 | -12,7 |
| 2019 | 141.036 | 0,7 |
| 2018 | 140.058 | 4,8 |
| 2017 | 133.681 | 6,2 |
| 2016 | 125.822 | -0,6 |
| 2015 | 126.556 | 6,6 |
| 2014 | 118.759 | 7,3 |
| 2013 | 110.731 | 5,4 |
| 2012 | 105.029 | 1,4 |
| 2011 | 103.609 | 0,2 |
| 2010 | 103.389 | -5,9 |
| 2009 | 109.835 | -24,3 |
| 2008 | 145.116 | -24,5 |

Fuente: INE

Zonas más interesantes

España es uno de los pocos lugares del mundo, según el gestor de *Panda Agriculture & Water*, “donde se dan naturalmente cultivos mediterráneos como los olivos, pistachos o almendros, algo que no sucede solo en Andalucía, Murcia, Valencia o Cataluña, como cabría esperar, sino también en Navarra, Aragón, La Rioja, Extremadura o Castilla”. Además, el clima español permite también que los cultivos en invernaderos sean particularmente eficientes. Hay que recordar, matiza el experto, que “los invernaderos holandeses son uno de los principales competidores europeos de los invernaderos españoles y que mientras los nuestros son de plástico los suyos son de cristal y necesitan el apoyo constante del calor que producen con gas natural”. Y justamente por eso unos sufrieron tanto y otros tan poco cuando la invasión de Ucrania disparó los precios de la energía el año pasado.

Antonio Fernández Hernando, presidente de **Armanext**, considera que los grandes inversores buscan, esencialmente, “explotaciones cinegéticas o cotos de caza, invernaderos de regadío, tierras aptas para productos subtropicales como aguacate o pistacho o, sobre todo en La Mancha,

Los grandes desafíos de invertir en el campo

► **Marc Garrigasait**, gestor de *Panda Agriculture & Water*, recuerda que en España “ni hay tantas tierras a la venta, ni las que hay son siempre adecuadas por tamaño y calidad del suelo, ni los mejores terrenos se encuentran, generalmente, lo suficientemente cerca entre sí como para aprovechar las economías de escala”.

Juan Fraile, director de Fincas rústicas de Gilmar, añade que “los impuestos de las transacciones son altísimos”.

► Por otra parte, aunque Garrigasait entiende el interés del capital riesgo y los *family offices*, apunta que “los fondos de inversión y pensiones lo tienen muy difícil porque no pueden comprar activos reales como fincas rústicas y apenas existen sociedades cotizadas en España ligadas directamente a la explotación agraria”. En parte por eso, **Antonio Fernández Hernando**, presidente de **Armanext**, está promoviendo ante el Gobierno una regulación que autorice “unas *socimis* agrícolas que ya existen en Portugal, Bélgica, Francia, Alemania, Grecia, Italia o Estados Unidos”.

► **Fernández Hernando** cree que las *socimis* facilitarían “la diversificación del ciclo económico (inmobiliario y agrícola) de las inversiones”, la separación de gestión y propiedad de los terrenos, la entrada de nuevos inversores que ayuden a modernizar el campo y a concentrar la propiedad de las tierras y la posibilidad de que los inversores disfruten de ventajas propias de este tipo de sociedades como el menor impacto fiscal, la obligación de repartir dividendos o los estrictos requisitos de transparencia que tienen que cumplir para cotizar”.

► **Gonzalo Martín**, director de **Capital Markets** en **Colliers**, destaca otras dificultades que afectan a las tierras, como “el valor de reposición o la incertidumbre urbanística”. Además, son muchos los inversores que, según él, exigen “un contrato de arrendamiento del campo a largo plazo con un *espónsor* de primer nivel que vaya a realizar una actividad industrial, también a largo plazo”. A nadie le gusta el riesgo en el campo. ✱

áreas con potencial para cosechar cannabis”. Por tipo de cultivo, advierte, “las zonas más interesantes son Andalucía oriental (Jaén con el olivo intensivo, Almería con los invernaderos) y el arco Mediterráneo central (por los cítricos levantinos)”.

Juan Fraile valora que “si hablamos de fincas agrícolas, ganaderas o cinegéticas, las zonas más demandadas por los inversores son Cáceres, Ciudad Real, Toledo, Albacete, Ávila... y la zona de Levante (por los cítricos)”. En el caso de las fincas de recreo, matiza, “Madrid sigue siendo la región más atractiva”.

Cristina Arias destaca por su parte “el olivar en Andalucía, el viñedo en Castilla La Mancha y Castilla y León y los frutos secos en la mitad sur de la península”, mientras **Héctor Rodríguez Marrero**, *associate director* de **CBRE Agribusiness España**, afirma que “las regiones actualmente más atractivas y demandadas son aquellas que permiten producir cultivos de alto valor y donde la seguridad del agua está garantizada (Levante, Andalucía y Extremadura principalmente)”.

En paralelo, Rodríguez Marrero cree que los inversores que están moviendo con fuerza sus tentáculos por la España vaciada son principalmente “*family offices* españoles y extranjeros, fondos patrimonialistas que ya

estaban invirtiendo en agricultura y que están actualmente estudiando aumentar su exposición”. Cada vez son más, sigue el experto, “los *family offices* con los que ya trabajamos en CBRE en otros sectores inmobiliarios que están buscando más proactivamente oportunidades para incrementar su patrimonio con fincas agrícolas”.

Rodríguez Marrero reconoce que ellos están trabajando también con “fondos de capital de riesgo que empezaron a operar con grandes transacciones alrededor del año 2015”. Buscan fundamentalmente, según él, “fincas y empresas agroalimentarias para hacer crecer el negocio, expandirlo geográficamente, ayudar a mejorar los procesos internos e incorporar talento... y luego desinvertir”.

Por último, otros actores mucho más recientes, según Rodríguez Marrero, son “los fondos de pensiones y aseguradoras, que son los clientes típicos de CBRE en otros activos como inversores inmobiliarios tradicionales”. Lo que buscan aquí, añade, “es una rentabilidad fija, sin exposición a los riesgos y la estacionalidad típica de la agricultura en la mayor parte de los casos”. Las operaciones más comunes, concluye, “son de *sale & leaseback* y el origen de estos fondos institucionales es mayoritariamente América del norte, Europa, Reino Unido y Australia”. ●

Aristóbulo de JUAN

EL GRAN EXPERTO EN CRISIS BANCARIAS.
AUTOR DE "DE BUENOS BANQUEROS A MALOS BANQUEROS"

“
**La supervisión falló por
la autorregulación y
la falta de voluntad política
y de formación**
”

Para muchos, es la persona que más sabe de banca en España, aunque él mismo señale que a lo largo de su dilatada carrera profesional en el sector su sabiduría consiste "en cómo no se debe hacer banca". Para la gran mayoría, es la conciencia de la banca. Pasados los noventa años, Aristóbulo de Juan nos sigue recordando por dónde no debemos transitar si queremos evitar costosas crisis como las pasadas.

Por **RAFAEL RUBIO** y **JOSEP SOLER** | Fotos **ÁLEX RIVERA**.





Dice usted en sus memorias que llegó a la banca -que ha sido y todavía es su vida- "por azar". El azar no es buena alternativa para la banca, el ahorrador y los asesores financieros, ¿no cree?

No estoy de acuerdo. El azar puede actuar para bien o para mal. Si adquiero una enfermedad es para mal, pero si me toca la lotería es para bien. De hecho, el azar está presente en la vida de casi todos. En mi caso personal, actuó casi siempre para bien o, incluso, muy bien. Mi entrada en la banca derivó de un encuentro ocasional con el presidente del Banco Popular en un momento de expansión y de fichajes. Mi paso a la órbita del Banco de España derivó de una especie de *casting* informal, realizado por varios de sus directivos en la barra de un bar, cuyas conclusiones fueron plasmadas en una servilleta de papel. Y mi paso al Banco Mundial se produjo tras un tropezón casual con uno de sus directivos en un hotel de

Roma y de una conferencia subsiguiente que pronuncié en Washington.

¿Qué le ayudó más en su carrera profesional, saber idiomas, conocer el funcionamiento del mundo bancario en los países más desarrollados o haber actuado y manifestado siempre de acuerdo con lo que creía y veía?

Claro, todo lo que usted dice contribuyó. Pero yo destacaría el haber conocido *in situ* las tripas de los peores bancos en gran cantidad de países.

"De buenos banqueros a malos banqueros" es el título de uno de sus libros. Normalmente, uno se hace mejor con la experiencia y pasa de mal a buen gestor. Precisamente en las dificultades es cuando se ve la pericia de un buen gestor.

¿Qué ha pasado en el sector bancario?

Con la experiencia, se aprende, pero no siempre se hace uno un buen gestor. A veces ocurre lo contrario, se puede pasar de ser buen banquero a mal banquero, como describo en uno de mis libros. En el sector bancario español, la liberalización abrupta en la regulación en un contexto de muchos años de supervisión meramente administrativa, propició los

□ La vitalidad que muestra Aristóbulo de Juan (92 años) y su empeño en preocuparse y ocuparse de un sector al que ha dedicado toda su vida profesional solo puede justificarse en estas palabras, contenidas en la introducción de sus memorias: "Pienso que tengo la obligación moral de tratar de difundir lo que me ha enseñado la experiencia directa, sin beber nunca de libros, y sin hacer nunca planteamientos teóricos. Todo lo que escribo lo he vivido directamente, desde la trinchera".

□ Su categoría moral -y el hecho de que relata sus propias experiencias- explica que sus palabras provoquen solo un sentimiento de cierta condescendencia en aquellos que se sienten interpelados y

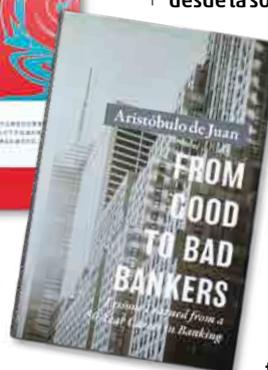
La obligación moral traducida al mandarín

no una fuerte reacción negando lo evidente.

□ Tiene muy claro el momento en el que decidió "echarse al monte". Fue en el comienzo de la crisis de 2007 y 2008, ante su sorpresa, por una serie de políticas oficiales que le parecieron "desacertadas, ineficaces o caras. O las tres cosas a la vez". Desde entonces, no ha dejado de viajar, dar conferencias o publicar artículos y ha escrito tres libros sobre crisis bancarias. Uno de sus libros, "De buenos banqueros a malos banqueros" ha sido traducido a diez idiomas, entre ellos, el inglés y el mandarín. El Banco Central de China lo utiliza como material de capacitación para sus supervisores.



"De buenos banqueros a malos banqueros", traducido en China y EE.UU.



□ Su más que vasta experiencia de lo bueno y lo malo del sistema bancario la adquirió, fundamentalmente, en su trabajo en el Banco Popular como director general, y

posteriormente, en el Banco de España como director general y jefe de Supervisión Bancaria. Ha sido también asesor financiero del Banco Mundial con el cometido de impulsar una reforma financiera en los países miembros. Todavía en activo y desde la sociedad *Consulting*

Practice, especializada en reforma bancaria y financiera, ha atendido y atiende a cuantas demandas le llegan de gobiernos, bancos centrales y universidades, prácticamente de todos los continentes.

Porque Aristóbulo de Juan, que comenzó trabajando como funcionario de la Organización Internacional para las Migraciones, ha sido también un continuo viajero. ✱



errores técnicos y las malas prácticas de los banqueros, que no tuvieron el debido control. La ocultación por unos y por otros llevó con frecuencia a la insolvencia e incluso, a veces, al fraude.

Las crisis bancarias fueron, según ha repetido usted frecuentemente, producto de la mala gestión y de una supervisión ineficaz. Sin embargo, usted ha sido siempre más crítico con la mala gestión que con la ineficaz supervisión. ¿Por qué? ¿No debería escribir también un libro titulado “De buenos supervisores a malos supervisores”?

Esa es mi experiencia en todos los países en los que he trabajado. La prueba es que en tiempos de auge se producen crisis financieras y en tiempos de depresión hay bancos que capean el temporal. Es la gestión. ¿Escribir un libro sobre los malos supervisores? Si me da tiempo. En todo caso, desde 1986 he sido muy crítico con la mala supervisión, en numerosos escritos y en mis tres libros. De manera, tal vez, dispersa. Pero en todos ellos y de manera también reiterada.

“
No se están poniendo las bases para una mejor supervisión. Las nuevas políticas pueden permitir mayor laxitud.
”

¿Por qué falló tanto la supervisión?

Por la difundida política de autorregulación, por la falta de voluntad política de los gobernantes y por la falta de formación. Unos y otros olvidaron que la supervisión no es un trabajo más, sino una responsabilidad pública. Se trata de proteger “el dinero de los demás” y asegurar el funcionamiento de la economía. Además, en los últimos años, la generalización internacional de los problemas ha llevado a encubrirlos con un exceso de liquidez, sacrificando la transparencia a una dudosa y precaria estabilidad general. →→→

→→ **El gobernador del Banco Central de un país occidental le dijo un día de finales de los 80 que todos los bancos de su país estaban quebrados, "pero todos declaraban beneficios y repartían dividendo". ¿Le sorprendió aquella confesión o ya lo sabía usted?**

No me sorprendió nada, era justo lo que yo había visto en países muy diversos. Pero pocos se atrevían a decirlo con tanta claridad y a poner remedio a tal situación.

Relaciona el negocio bancario con prácticas de fraude, de irregularidades, y llega a afirmar que la actitud de los altos directivos se solía contagiar a otros escalones de la organización. Sin embargo, usted vivió en sus inicios otro tipo de hacer banca.

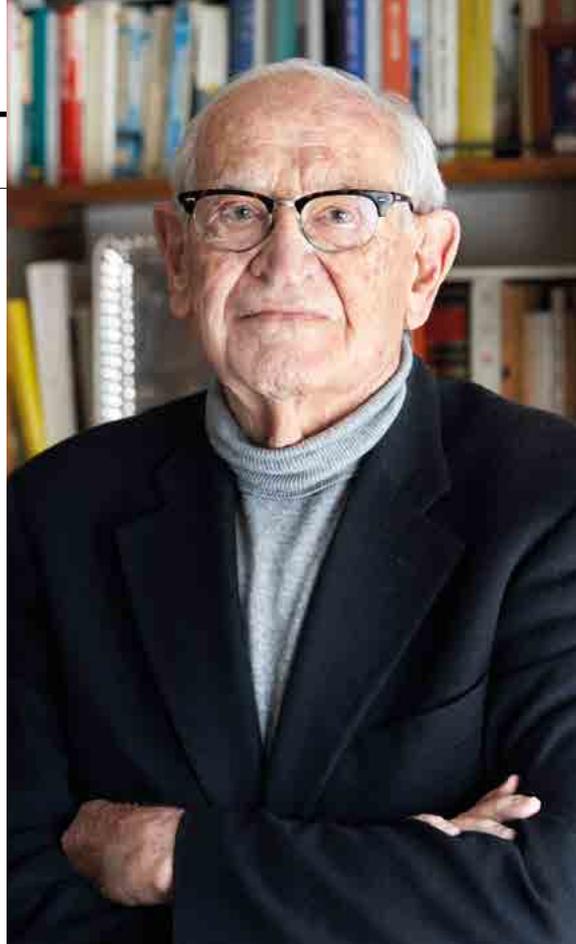
El fraude no ocurre en todos los casos de insolvencia, pero puede ocurrir. La mera ocultación de la realidad ya puede constituir fraude. El comportamiento de los mandos claro que contagia, e incluso estimula a los mandos intermedios en la mala dirección.

¿Qué sintió al escribir todo eso? ¿Decepción? ¿La obligación de dejar por escrito algo que no debería reproducirse?

Al describirlo no sentí decepción alguna sino la satisfacción de transmitir mi experiencia y poder así prevenir futuros casos. En efecto, una autoridad mexicana calificó mi actuación como "la conciencia de la banca". Por supuesto que yo valoro la banca buena, que también existe y cumple bien su función.

¿Ha aprendido algo el sector bancario de la crisis?

Las crisis siempre dejan lecciones pero, al poco tiempo, se olvidan y se cae en los mismos errores. Tanto los banqueros como los propios supervisores. Para mí, las bases para una buena supervisión son la transparencia y un eficaz funcionamiento de la "medicina" preventiva



“
La supervisión no es un trabajo más, sino una responsabilidad pública. Se trata de proteger el dinero de los demás y asegurar el funcionamiento de la economía.
 ”

que permita aplicar, cuando es tiempo, las necesarias medidas correctivas para evitar los dramas. Ello es responsabilidad de los banqueros, pero también de los supervisores.

¿Piensa que se han puesto las bases para llevar a cabo una mejor supervisión y detectar y corregir la mala gestión antes de que sea demasiado tarde?

No creo que se estén poniendo las bases para una mejor supervisión. Por el contrario, las nuevas políticas pueden permitir mayor laxitud. La actual vulnerabilidad de numerosos sistemas financieros, el intento de establecer sistemas comunes en países muy diferentes y la abundancia de liquidez está llevando al Comité de Basilea y al BCE a crear normas y mecanismos de supervisión muy teóricos y asequibles a los más débiles. Son ejemplo de ello el establecer requisitos mínimos de capital con componentes onerosos o sin contenido real y basar la valoración de los activos en modelos de información interna sin verificar. Además, desde que se ha creado el *bail-in* o

saneamiento únicamente por los inversores, se debilita la eficacia de la supervisión preventiva. Ya pagarán los demás. Eso sí, los inversores que pagan el saneamiento de las entidades insolventes habían sido alimentados con información ficticia, con frecuencia tolerada por el supervisor.

¿Podría ponernos un ejemplo?

Un buen ejemplo es la llamada resolución de Banco Popular en 2017, cuya descapitalización ya existía años antes, pero no fue abordada hasta que se produjo una iliquidez irresistible. Al final, se cargó al inversor el saneamiento del total de las pérdidas por un montante de 12.000 millones de euros.

→→



Confíe su
inversión en
renta fija a una
gestora líder.



Sabrás por qué millones de inversores de todo el mundo eligen nuestra experiencia en renta fija para cumplir sus objetivos a largo plazo.

Con un volumen de 451.000 millones de dólares en activos gestionados en renta fija, Capital Group es una de las mayores gestoras activas de renta fija del mundo¹: un enfoque único en renta fija es el motor de nuestro éxito.

Nuestro accionariado está en manos de nuestros empleados, lo que nos ofrece estabilidad, y nuestros gestores de renta fija tienen una experiencia media de 25 años, lo que nos permite centrarnos en la gestión de activos con una perspectiva a largo plazo.

Aproveche nuestra experiencia y acceda a una experiencia diferente en renta fija.

Información a 31 de diciembre 2022 y atribuida a Capital Group, salvo indicación en contrario.
Activos gestionados por los gestores de renta fija de Capital Group.

¹ Fuente: Morningstar

PARA USO EXCLUSIVO DE INVERSORES PROFESIONALES

Material de marketing

La inversión conlleva riesgos. El valor de las inversiones y las rentas generadas por las mismas pueden subir o bajar y no pueden garantizarse. El presente material no pretende ofrecer asesoramiento de inversión ni de carácter jurídico, fiscal, financiero o de otro tipo. Este documento, emitido por Capital International Management Company Sàrl («CIMC»), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburgo, se distribuye con fines exclusivamente informativos. CIMC está regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF», organismo de supervisión financiera de Luxemburgo) y es una filial de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). © 2023 Capital Group. Todos los derechos reservados.

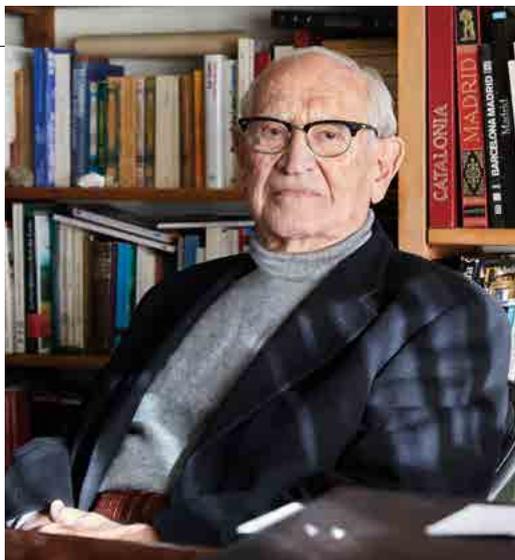


Visita Capital Group

→→→ **¿Se sintió mal con la venta de acciones de Banco Popular por un euro?**

-Me sentó mal, como un disgusto profesional, pero que se había diluido en los 40 años desde que dejé el Popular para ocuparme, desde el Banco de España, de la crisis anterior. Lo que se produjo en mí fue una gran perplejidad y una fuerte discrepancia por la llamativa disparidad entre las cifras que fueron bendecidas por los auditores en la subasta y la información que venía declarando el banco durante años en sus memorias anuales y en sus hechos relevantes a la CNMV, sin que fuera cuestionada por los mismos supervisores ni auditores.

La discrepancia se produjo en mí por el tardío, dramático e innecesario mecanismo que se aplicó a la crisis del banco. Porque, como debían saber bien los supervisores, las aparatosas pérdidas con las que se había zanjado la subasta no podían haberse producido repentinamente, sino gradualmente a lo largo de varios años. Por lo tanto, debió haberse puesto en marcha años antes, en tiempo oportuno, un modelo clásico de reestructuración que habría funcionado con eficacia



cuando el problema de iliquidez era resoluble y el coste de rescate era mucho menor que el que, finalmente, se produjo.

¿Cómo ve la banca española en la actualidad?

El sistema financiero español presenta una situación que se presta a la perplejidad. Como marco de referencia, destacaré que el capital de la banca española es el más bajo de la Unión Europea y que los beneficios que declara y que distribuye como

dividendos resultan muy altos a pesar de los tiempos de crisis en que vivimos.

En todo caso, se da un hecho difícil de comprender: el valor bursátil de las entidades en España y en otros países europeos es llamativamente inferior al valor contable. Esto hace pensar que el inversor tiene serias dudas sobre la realidad de la banca, sobre su fiel reflejo en los estados contables y sobre el propio futuro de la banca cuando desaparezcan las voluminosas aportaciones de liquidez y los tipos de interés se hagan fuertemente positivos.

Son numerosos los analistas que creen que no son pocos los bancos que mantienen un volumen

Un Quijote con la mirada en El Bosco

Quien suponga que Aristóbulo de Juan es una persona muy cerrada en sus ideas, que no ha dejado nunca de defender cualesquiera que sean las consecuencias, puede llevarse una cierta sorpresa al conocer sus gustos artísticos.

● Se muestra, sin duda, un hombre abierto a experiencias e impulsos muy diversos. Confiesa su atracción por toda la obra de **El Bosco** y, en especial, por "El jardín de las Delicias", por su mundo onírico y simbólico. Pero, al tiempo, destaca la obra de Van Gogh "por su luz" o a **Vermeer** y **los Brueghel** "por su realismo y minuciosidad".

● En cuanto a sus libros preferidos no tiene duda al señalar -quién se lo iba a decir a quienes

consideran la inoportunidad de muchas de sus declaraciones- "El Arte de la Prudencia" (1647) de **Baltasar Gracián**. Esta obra, con sus 300 aforismos comentados, trata de explicar los resultados de los actos propios y ajenos invitándonos al autocontrol, a no destacar ni alardear de virtudes ni defectos. Tal vez, su segunda obra elegida, "Don Quijote de la Mancha", cuadra mucho mejor con la imagen que tiene en el sector bancario.

● ¿Con qué películas disfruta? Pues con "Milagro en



Milán" de **Vittorio de Sica** "por su ingenuidad y fantasía" y con todo el cine de **John Ford** "por su sencillez y contundencia".

● Se muestra también amante de la música de **Johann Sebastian Bach** y de algo que le define bien: "la natación de fondo, porque ejercita todos los músculos y permite reflexionar en solitario". ✨



significativo de activos tóxicos y, tal vez, de riesgos contablemente segregados, consecuencia del tratamiento incompleto de la crisis del 2008. Si así fuera, los resultados contables serían superiores a los reales.

¿Dónde considera que están los puntos débiles de su cuenta de resultados?

Los beneficios y dividendos declarados no son los correspondientes al negocio típico de cada entidad, sino que integran todos los que resultan del consolidado de su grupo.

Tampoco constituyen resultados del negocio típico bancario, como ocurre también en el resto del sistema bancario de la eurozona, los subsidios que recibe la banca bajo la forma de los intereses negativos, de los voluminosos préstamos de liquidez que les otorga su respectivo banco central.

“ La formación de los empleados bancarios necesita ser reforzada en los aspectos del riesgo, transparencia y responsabilidad social. ”

Tampoco son resultados típicos, los beneficios resultantes de las medidas financieras y de tolerancia supervisora, establecidos por las autoridades como bálsamo temporal para paliar los efectos de la pandemia, o de su transparencia.

Además, no le queda claro al mercado si el porcentaje de los dividendos se computa sobre los beneficios antes o después de impuestos.

¿Cuál es la situación en el resto de Europa?

En cuanto a la Unión Europea, es común la espada de Damocles, que supone el inevitable cambio futuro en la política financiera internacional. En cuanto a la calidad de los balances de su banca y el realismo de sus resultados, carezco de la información necesaria para formular un juicio bien fundado. Pero es más que probable que sus balances contengan pérdidas →→→



Nordea
ASSET MANAGEMENT

Don't worry. Stay covered.

¿Te está costando obtener rentabilidades este año en renta fija?
¿Buscas serenidad, un bajo riesgo de impago y flexibilidad para generar alfa?

Covered Bonds de Nordea. Renta fija fuera de lo común.

Nordea 1 - European Covered Bond Opportunities Fund
nordea.es/ManténgaseCubierto

Material publicitario sólo para clientes profesionales, según la definición de la MiFID. Los subfondos citados forman parte de la SICAV Nordea 1, una sociedad de inversión colectiva de capital variable luxemburguesa (Société d'Investissement à Capital Variable) constituida y debidamente autorizada conforme a las leyes de Luxemburgo, de acuerdo con lo establecido en la Directiva Europea 2009/65/CE del 13 de julio de 2009, y registrada en el registro oficial de instituciones de inversión colectiva extranjeras de la CNMV bajo el número 340 para su comercialización pública en España. **El presente documento es material publicitario y no divulga toda la información relevante relativa a los subfondos.** Cualquier decisión de inversión en los subfondos deberá realizarse sobre la base de la información contenida en el último folleto informativo y del Documento de datos fundamentales (KID), que se pueden solicitar de forma gratuita, junto con el último informe anual y semestral, en versión electrónica en inglés y en el idioma del país en el que la citada SICAV se encuentra autorizada para su distribución, a Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg o en la dirección de cada uno de los distribuidores autorizados de la SICAV y también en www.nordea.lu. El agente representativo es Allfunds Bank S.A.U., C/ de los Padres Dominicos, 7, 28050 Madrid, España. La lista completa de los distribuidores autorizados está disponible en la página web de la CNMV (www.cnmv.es). La entidad depositaria de los activos de la SICAV es J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. Publicado por Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg, autorizada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier en Luxemburgo. El presente documento está dirigido a inversores profesionales y, en ningún caso, podrá reproducirse ni divulgarse sin consentimiento previo y no podrá facilitarse a inversores privados.



Los autores de la entrevista, Rafael Rubio y Josep Soler, director y editor de la revista, junto a Aristóbulo de Juan.

debería también reformular la función de los auditores externos, de manera que sus informes puedan constituir una base veraz para el buen funcionamiento de los mercados, cosa que no ocurre ahora.

A usted le gusta la banca, ha vivido en ella y con ella. ¿Qué puede decir de positivo respecto al papel de la banca en la sociedad a los jóvenes que trabajan o aspiran trabajar en el sector?

Se les puede decir que constituye el cauce natural del sistema de pagos, el transmisor de la política monetaria y que, cuando funciona bien, asigna los recursos ociosos a actividades con futuro o a las necesidades rotativas de la economía real.

→→→ potenciales no provisionadas, ya que es conocido su tradicional optimismo en la valoración de los activos.

¿Usted cree posible una Unión Bancaria Europea eficiente, teniendo en cuenta las grandes diferencias en la banca europea? ¿Sobre qué base podría construirse esa Unión?

Una buena pregunta. Existen hoy problemas que están bastante generalizados internacionalmente. Destaco los efectos perversos del exceso de liquidez existente en los sistemas desde 2010. Es como “el opio del banquero” que nubla el sentido del riesgo. Lo cual se añade a la práctica generalizada entre los bancos con problemas, que consiste en maquillarlos.

Cuando el Comité de Basilea y el Banco Central Europeo buscan un denominador común en la normativa aplicable a sistemas desiguales en su naturaleza y en su estado de salud, existe el riesgo de alinear la normativa a la medida de los más débiles.

Una buena base para una normativa común debería incluir los siguientes rasgos: exigir un capital mínimo referido al patrimonio neto -activo menos pasivo-, excluyendo del capital mínimo exigible componentes onerosos o sin contenido económico como ocurre ahora. Debería reforzarse la supervisión preventiva, haciendo preceptiva la comprobación individual de la valoración interna de los riesgos, en lugar de sustituirla por modelos teóricos cuya eficacia está brillando por su ausencia. Se

¿Qué opina de la formación de los empleados de la banca? ¿Aprecia que ha mejorado? ¿Necesita todavía mejorar?

Necesita ser reforzada en los aspectos del riesgo -base del oficio bancario-, de la transparencia y de su responsabilidad pública.

¿Cuál es su opinión de la educación financiera de los clientes? ¿Considera que una mayor educación financiera de la sociedad habría impedido determinadas prácticas que nos llevaron a la crisis bancaria?

La educación financiera de los clientes de la banca es claramente deficiente. Existen algunas iniciativas emprendidas por entidades académicas y financieras, pero son todavía insuficientes.

Buena parte de su comportamiento y de sus iniciativas solo se explican desde un planteamiento ético estricto.

¿Considera que en el negocio bancario es importante dicho comportamiento? ¿Un asesor financiero ha de tener continuamente presente un comportamiento ético en la relación con su cliente?

Naturalmente, así lo creo. La ética y el rigor deben estar presentes, tanto en la concesión del crédito, como en su recobro. Pero también deben presidir en el cobro de comisiones a los clientes y en la claridad de la información que se les proporciona sobre su patrimonio y sus resultados. ●



La recuperación de la Renta Fija

Vuelve el bono protector y rentable.

A expensas del impacto de la política monetaria.

Una clara apuesta del inversor español.

Su valoración respecto a otros activos.

¿Dónde se encuentran las mejores oportunidades?

Ficha de fondos: una selecta oferta.

Entrevista: Responsable de PIMCO en España.

Opinión: Cuando descubrimos que no es tan fija.



Ilustración: Maite Niebla



Aquellos Pagarés, estas Letras del Tesoro

Las largas colas ante el Banco de España para adquirir Letras del Tesoro en los fríos días de finales del pasado mes de enero y principios de febrero, me han hecho recordar un artículo que escribí en octubre de 1984 en el suplemento de Economía de Diario 16 que yo dirigía y que llevaba por título "La historia de los Pagarés del Tesoro".

Los Pagarés del Tesoro, que se habían abierto a los pequeños inversores en 1982, ofrecían unas ventajas fiscales muy especiales. Podían adquirirse a partir de medio millón de pesetas (3.000 euros), estaban exentos de retención fiscal y eran opacos fiscalmente al no tener que identificar al comprador porque eran pagarés al portador. Ello suponía que resultaban especialmente interesantes a quienes desearan aflorar dinero negro, un colectivo en el que no se encontraban precisamente los contribuyentes

de menor renta y patrimonio que, sin embargo, vivieron una auténtica histeria de compra ante este activo. El de 1984 fue un año con una inflación del 12% y aquellos pagarés ofrecían una rentabilidad del 8%. Lo increíble es que en el mercado había activos con una mayor remuneración, aunque en condiciones fiscales distintas, pero suficientemente interesantes para quienes no pretendieran blanquear dinero.

Sin embargo, aquellos Pagarés del Tesoro provocaron un estado de excitación general entre los ahorradores de tal forma que no dejaron de demandarlos de forma creciente, aunque no resultaran adecuados para muchos de ellos. Los pagarés desaparecieron al mismo tiempo que la urgencia del Gobierno por incrementar sus ingresos fiscales con los que hacer frente al creciente déficit público. Fueron sustituidos a partir de junio de 1987 por las letras del Tesoro al ponerse en funcionamiento el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Esas mismas Letras son las que ahora ansían muchos ahorradores como única fórmula de aliviar la negativa presión sobre su patrimonio financiero de la inflación.

Doy fe de que en los últimos cincuenta años la educación financiera se ha incrementado de forma importante en España. Pero, ya sea por el nerviosismo ante el horrible ejercicio de 2022 o, simplemente por el efecto rebaño, parece que también ahora hay mucho de precipitación en las decisiones de los ahorradores e inversores que no han dudado en arriesgarse a coger una pulmonía ante el Banco de España.

Es bien comprensible que los inversores echaran de menos activos de renta fija que respondieran a su demanda de rentabilidad y seguridad. Pero lo ocurrido viene a confirmar la necesidad de proseguir en la tarea de incrementar la cultura financiera y muestra el vasto campo que el asesoramiento financiero tiene todavía ante sí, especialmente en momentos de confusión y zozobra como los que estamos viviendo.

Sirvan estas Páginas Especiales sobre la recuperación de la renta fija como aportación a la información y a un necesario debate.

rrubio@asesoresfinancierosefpa.es



Comunicación de promoción comercial. Consulte el folleto del OICVM y el documento de datos fundamentales para el inversor antes de tomar cualquier decisión de inversión.

Threadneedle (Lux) Global Focus

Énfasis en la ventaja competitiva de un crecimiento constante

Una cartera de renta variable mundial que invierte en compañías de calidad con ventajas competitivas duraderas y capacidad para generar rentabilidades sólidas y sostenibles.

- **El fondo invierte en compañías de elevada calidad de todo el planeta que pone el foco en la selección de valores**
- **La libertad para invertir sin restricciones nos permite acceder a los mercados desarrollados y emergentes**
- **El análisis de alta calidad impulsa una cartera de grandes convicciones que se compone de nuestras mejores ideas**

Riesgos a tener en cuenta

El fondo está sujeto a una serie de riesgos derivados de los valores en los que invierte y de las técnicas que emplea para alcanzar su objetivo. Se recomienda a los inversores leer la descripción completa de los riesgos que figura en el Folleto.

Riesgos de inversión

El fondo está sujeto a riesgos relacionados con la inversión en renta variable, la concentración de la cartera y las divisas.

Perfil tipo de inversor

Este fondo es adecuado para inversores que pueden tolerar altos niveles de riesgo y volatilidad y disponen de un horizonte de inversión a largo plazo.

columbiathreadneedle.es



Información importante: Threadneedle (Lux) es una sociedad de inversión de capital variable ("SICAV") domiciliada en Luxemburgo, gestionada por Threadneedle Management Luxembourg SA. Este material no debe considerarse como una oferta, solicitud, consejo o recomendación de inversión. Esta comunicación es válida en la fecha de publicación y puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. La información de fuentes externas se considera confiable, pero no hay garantía en cuanto a su exactitud o integridad. El Folleto informativo actual de la SICAV, el Documento de Datos Fundamentales y el resumen de los derechos del inversor están disponibles en inglés y / o en castellano (cuando corresponda) en la Sociedad Gestora Threadneedle Management Luxembourg SA, International Financial Data Services (Luxemburgo), SA, su asesor financiero y / o en nuestro sitio web www.columbiathreadneedle.es. Threadneedle Management Luxembourg S.A. puede decidir rescindir los acuerdos realizados para la comercialización de la SICAV. Emitido por Threadneedle Management Luxembourg S.A. registrado en el Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburgo), No. de registro B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo. **Columbia Threadneedle Investments** WF324285 (02.23)_ES | 5474755

AUMENTA EL ATRACTIVO DE UN ACTIVO
CONSIDERADO IMPRESCINDIBLE PARA MUCHOS

Esperanza para los que buscan estabilidad y poco riesgo

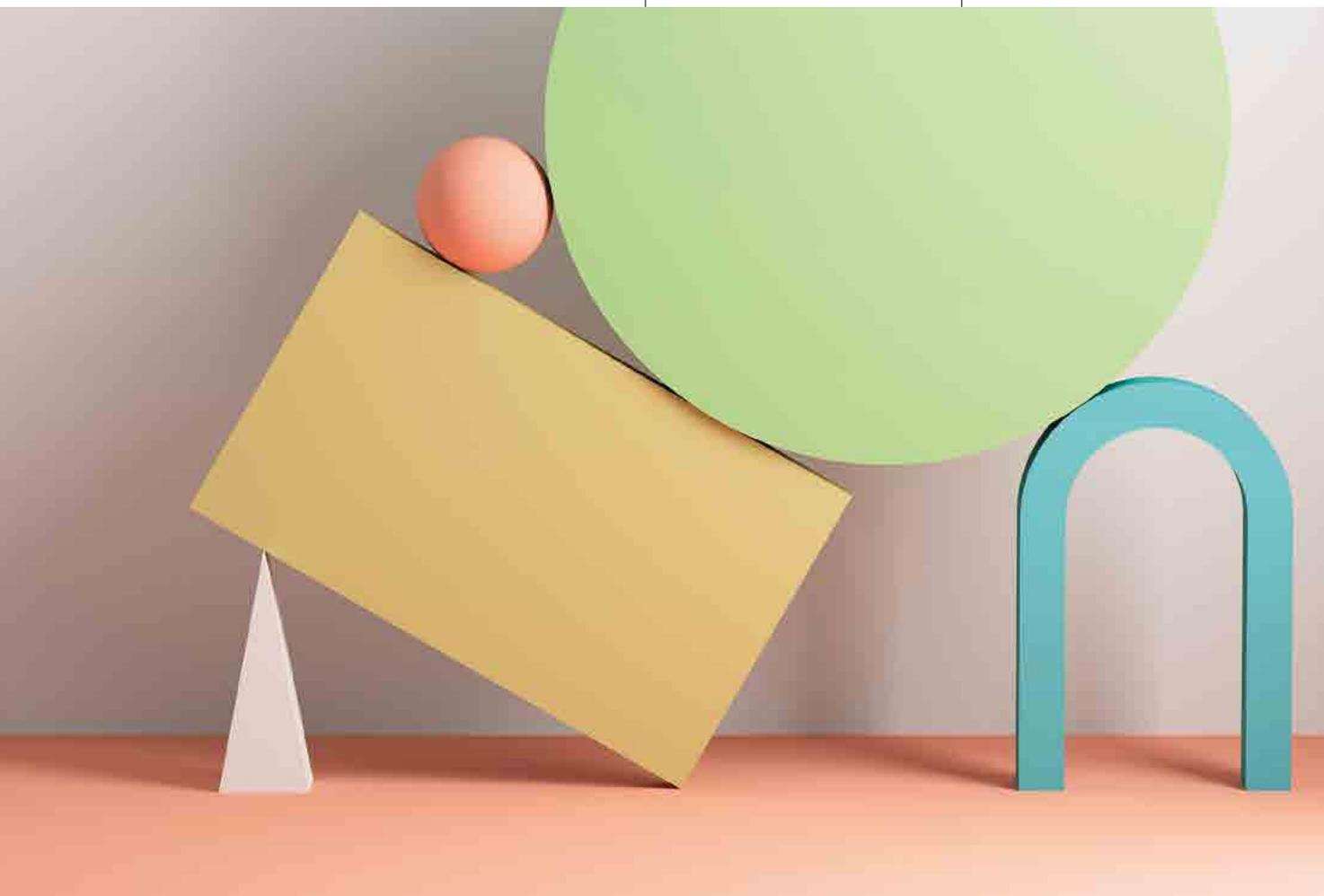
La vuelta a la rentabilidad de la renta fija supone una buena noticia para los muchos ahorradores e inversores españoles que siempre han buscado, incluso en sus peores momentos, este tipo de activo que les da seguridad y estabilidad en sus carteras. La crisis pasada, sin embargo, merece algunas reflexiones a la hora de tomar nuevas decisiones. Por **Fernando Luque**.*

**Editor de Morningstar en España.*



Los ahorradores están de enhorabuena.

Aunque, de momento, la remuneración de los depósitos era casi testimonial, al menos hasta finales de febrero, lo cierto es que los tipos de interés ya están ofreciendo un rendimiento aceptable. Prueba de ello son las colas que se formaron a las puertas del Banco de España para comprar Letras del Tesoro que, al escribir estas líneas, pagaban un interés que rozaba el 3%. No está nada mal viendo de dónde venimos: de tipos de interés cercanos a cero o, incluso, negativos en estos últimos años.



Los inversores también pueden estar de enhorabuena porque la renta fija vuelve a ser atractiva. Pero, ¿a quién le puede interesar invertir en fondos de renta fija? Existen en realidad tres tipos de inversores a los que les puede convenir un fondo de renta fija.

Primero, tenemos aquellos partícipes extremadamente conservadores, que no quieren de ninguna manera asumir el riesgo de la renta variable, pero que, por otra parte, quieren obtener una rentabilidad algo por encima de la de las cuentas corrientes, o incluso, de las cuentas de

EL AÑO PASADO, LOS AHORRADORES ESPAÑOLES APORTARON 19.000 MILLONES DE EUROS A FONDOS DE RENTA FIJA (EXCLUYENDO A LOS MONETARIOS). LOS INVERSORES EUROPEOS REEMBOLSARON UNOS 115.000 MILLONES DE EUROS.

alta remuneración. Para ellos, los fondos de renta fija les procuran esa tranquilidad siempre y cuando la inversión se realice a varios años vista y se despreocupen de los altibajos diarios que puedan sufrir sus valores liquidativos.

Segundo, los fondos de renta fija pueden ser de gran utilidad para aquellos inversores que pretenden dar estabilidad a sus carteras compuestas en parte de renta variable. La renta fija puede ofrecer, sin lugar a dudas, una saludable diversificación a sus inversiones. Es cierto que, si miramos el comportamiento de los fondos de renta fija durante el año pasado, no

ofrecieron protección a los inversores, sino que algunos perdieron incluso más que los fondos de renta variable. Pero hay que tener en cuenta que 2022 fue un año excepcional que difícilmente se repetirá (ver recuadro sobre cuánto se puede perder en un fondo de renta fija).

Por último, también hay inversores que lo único que pretenden invirtiendo en renta fija es sacar algo de rentabilidad, especulando con una posible bajada de tipos de interés a largo plazo. ¿Y cómo se puede ganar dinero especulando con los tipos de interés? Aquí hay que recordar la famosa relación inversa entre los



*** tipos de interés y el precio de los bonos o el precio de los fondos de renta fija. Pero cuando uno habla de tipos de interés, es importante indicar a qué tipos de interés nos estamos refiriendo: ¿a los tipos a corto plazo, a los de medio plazo o a los de largo plazo?

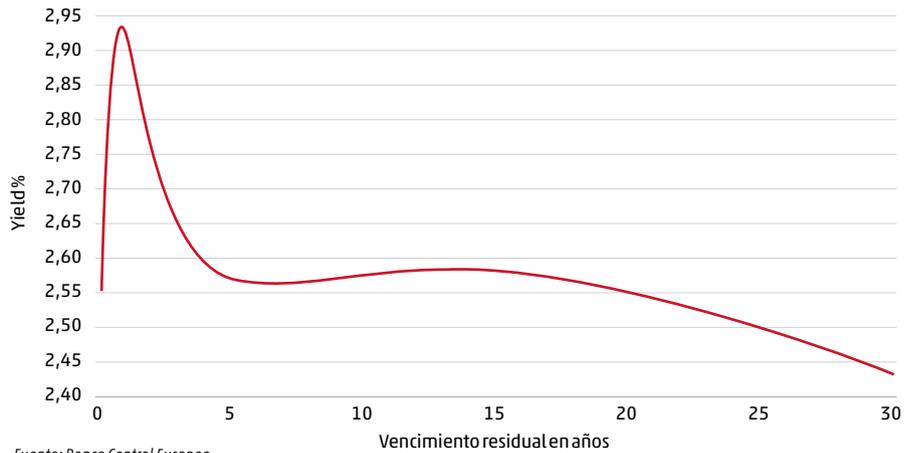
El gráfico adjunto es lo que se conoce como la curva de tipos del área euro y muestra claramente cómo (datos de mediados de febrero) los tipos a corto plazo pueden estar, como ahora, por encima de los tipos a largo plazo.

ESPECULAR CON LA BAJADA DE TIPOS

¿Cómo se puede especular con una bajada de tipos de interés? Creo que hay dos "jugadas" posibles. Primero, que el Banco Central Europeo considere que las tasas de inflación han vuelto a su nivel "normal" (sería un 2%) y emprenda el camino del recorte de los tipos de interés a corto plazo (nota: aún estamos lejos de esta situación y, de momento, lo más probable es que los tipos a corto plazo se mantengan altos durante un periodo de tiempo largo, difícil de determinar en estos momentos). Los plazos cortos se verían beneficiados.

Segundo, que el escenario económico empeore sustancialmente y entremos en una recesión (de hecho, la inversión de la curva, es decir, el hecho de que los tipos de interés a largo plazo estén muy por debajo de los tipos de interés a corto sugeriría esta posibilidad).

TIPOS DE INTERÉS DEL ÁREA EURO (DATOS DE MEDIADOS DE FEBRERO DE 2023)



Fuente: Banco Central Europeo

En este caso, los tramos largos de la curva se verían beneficiados, ya que son más sensibles a los tipos e interés que los tramos cortos y proporcionarían ganancias a los fondos invertidos en obligaciones de largo plazo.

¿Y si no hay recesión? Todo dependerá de cómo se comporte la inflación. Si el Banco Central no es capaz de reducir las tasas de inflación a niveles moderados (el objetivo es una inflación estructural del 2%), entonces es posible que los tipos a

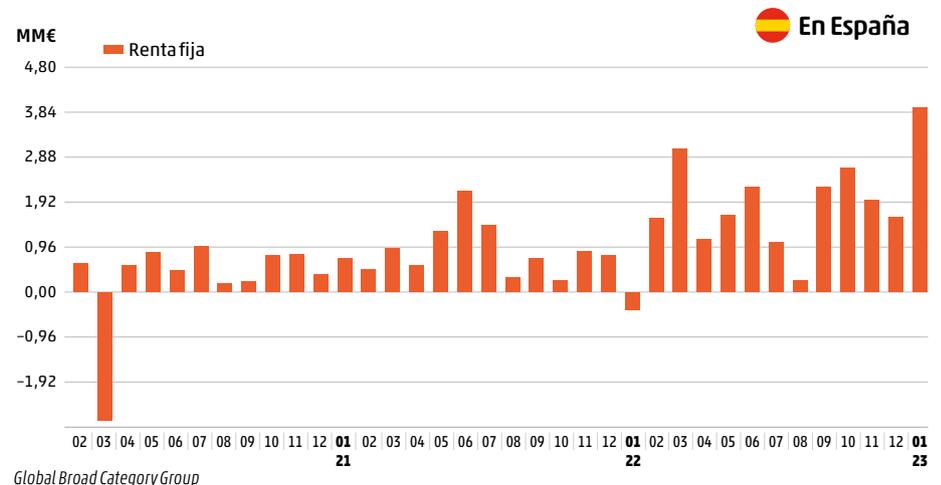
NO ES LO MISMO EL IMPACTO DE UNA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL 1% AL 2% QUE DEL 2% AL 3%. LA CAÍDA DE LOS PRECIOS DE LOS BONOS SERÁ SIEMPRE MÁS PRONUNCIADA EN EL CASO DE SUBIR DEL 1% AL 2%.

largo experimenten subidas, lo que sería perjudicial para los inversores en fondos de largo plazo.

AL INVERSOR ESPAÑOL LE GUSTA LA RENTA FIJA

A pesar del mal comportamiento de los fondos de renta fija durante el año 2022, llama mucho la atención que los inversores españoles no hayan parado de hacer aportaciones a este tipo de fondos. El año pasado aportaron nada más y nada menos que unos 19.000

APORTACIONES A FONDOS DE RENTA FIJA (EN EUROS, EXCLUYENDO A LOS FONDOS MONETARIOS)



Global Broad Category Group

Movimiento en las gestoras

Por: Redacción EFPA



→ Hay movimiento entre las gestoras de fondos de inversión ante el nuevo escenario de tipos de interés y la casi nula reacción de las entidades financieras con los depósitos. Algunas gestoras se han lanzado a por el ahorro conservador como alternativa a esa pasividad de la banca española.

→ Lo están haciendo a través de fondos de renta fija con vencimiento inferior a tres años, convencidos de que encajan mejor con las preferencias de los ahorradores que menos riesgo quieren correr y que buscan refugio en las Letras del Tesoro y en la oferta de algunos bancos extranjeros. Precisamente, los primeros fondos que han aparecido con esta estrategia invierten la mayor parte de la cartera en renta fija

pública española. → Los primeros fondos producto de esta reacción ofrecen una rentabilidad en torno al 2% TAE con la posibilidad, en algún caso, de abonar un 1% cada seis meses. Es posible que con el paso del tiempo las nuevas ofertas sean todavía más generosas en rentabilidad si el Banco Central Europeo sigue endureciendo la política monetaria para controlar la inflación. •

un producto con rentabilidad garantizada. Pero, ¿cuánto se puede perder en un fondo de bonos? Primero, va a depender de si se trata de un fondo de renta fija de largo plazo o de corto plazo. Por ejemplo, en 2022, mientras la categoría de Renta Fija Diversificada Euro (que engloba fondos de mediana y larga duración en euros) perdía la friolera del 12,7%, los fondos de renta fija a corto plazo (de la categoría Renta Fija Diversificada Corto Plazo Euro) conseguían limitar la caída al 4,6%.

Ahora bien, si hacemos el ejercicio de calcular todas las rentabilidades a 12 meses de un índice como el *Bloomberg Euro Aggregate Bond* (que es la referencia para los bonos de medio-largo plazo en euros), desde el 1 de enero del año 2000 hasta el 31 de diciembre de 2022 (tendríamos 265 datos), el índice hubiera sufrido una pérdida en 41 ocasiones o, lo que es lo mismo, en un 15% de los casos, y eso que la tendencia de los tipos de interés en estos últimos 20 años fue claramente a la baja.

Eso significa que no es tan infrecuente como pueda parecer a primera vista sufrir pérdidas en un fondo de renta fija en un periodo de 12 meses. Dicho esto, sería muy difícil repetir o superar la rentabilidad negativa de 2022. ¿Por qué? Por el concepto de convexidad, que establece que no es lo mismo el impacto de una subida de los tipos de interés del 1% al 2% que del 2% al 3%. La caída de los precios de los bonos sería más ***

millones de euros a fondos de renta fija (excluyendo a los fondos monetarios). Esta situación contrasta mucho con el comportamiento de los inversores europeos en su conjunto que, en ese mismo periodo, reembolsaron unos 115.000 millones de euros.

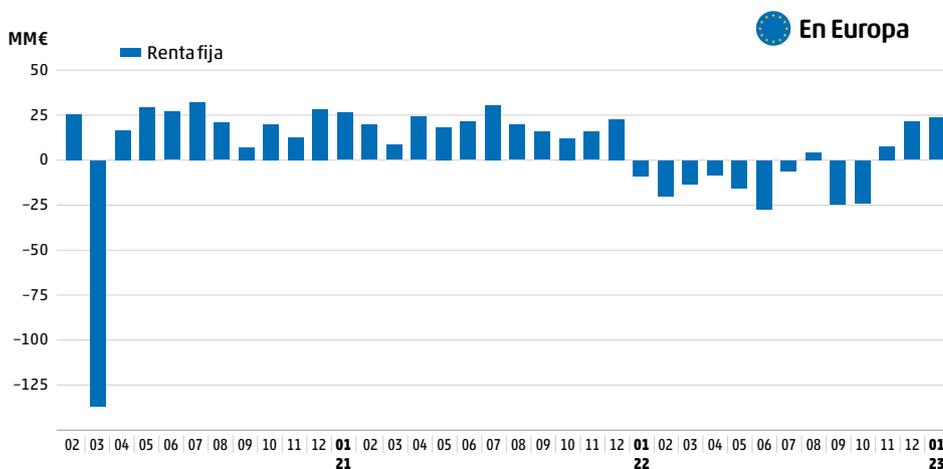
¿Por qué a los españoles les gusta más la renta fija que a los demás europeos? Existen varias razones por las cuales los inversores españoles invierten más en fondos de renta fija que los demás europeos, pero la

EL PROBLEMA EN 2022 FUE QUE LOS TIPOS DE INTERÉS SUBIERON MUCHO Y, ADEMÁS, DESDE UNOS NIVELES MUY BAJOS. ES POCO PROBABLE QUE SE VUELVA A REPETIR UNA SITUACIÓN SIMILAR.

fundamental es la cultura financiera. En nuestro país, la cultura financiera está más enfocada en la inversión en renta fija que en la renta variable. Esto se debe a que históricamente la inversión en renta fija ha sido considerada como una inversión segura y estable.

RIESGO DE PÉRDIDA

El mal comportamiento de la renta fija a lo largo del año pasado ha vuelto a poner el foco de los inversores en que un fondo de renta fija no es



Global Broad Category Group

*** pronunciada en el caso de subir del 1% al 2%. Y el problema que tuvimos el año pasado es que los tipos de interés subieron mucho, sí, pero desde unos niveles muy bajos. Es poco probable que se vuelva a repetir una situación similar.

ENTENDER EL ESTILO DE UN FONDO DE RENTA FIJA

El llamado *Style Box* de Morningstar está muy asociado con el estilo de inversión de un fondo de acciones. Pero en Morningstar también tenemos un *Style Box* para los fondos de renta fija.

El *Style Box* es una herramienta que ofrece una rápida síntesis visual de la cartera de un fondo gracias a nueve cuadrantes que indican cómo está invertido el fondo en términos de estilo de inversión. Para los fondos de obligaciones, el *Style Box* se centra en dos elementos determinantes: la sensibilidad del fondo a la evolución de los tipos de interés y la calidad

RENTABILIDAD DEL ÍNDICE BLOOMBERG EURO AGGREGATE BOND (A 12 MESES)



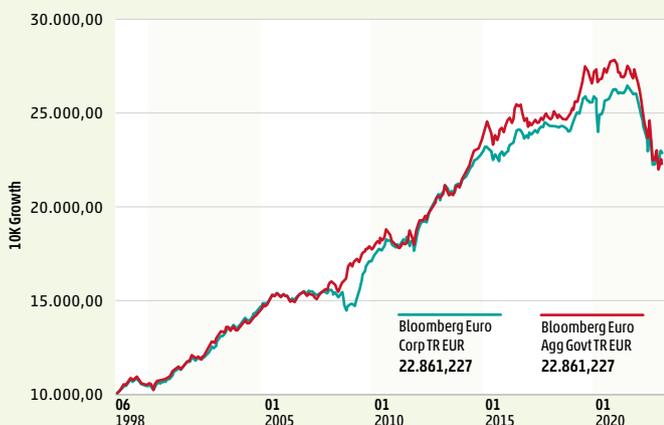
de crédito de los bonos en los que invierte. Estos dos factores constituyen los dos ejes del *Style Box*. Actualizamos el *Style Box* de cada fondo en el momento en el que recibimos los datos de cartera por parte de la entidad gestora. De esta forma, se permite también al inversor darse cuenta si el fondo ha cambiado su enfoque de inversión.

Empecemos por la sensibilidad a los tipos de interés. Conocer la sensibilidad a los tipos

LOS INVERSORES PREFIEREN COMPRAR UNA OBLIGACIÓN CON UN CUPÓN MÁS ALTO QUE MANTENER A LARGO PLAZO UNA OBLIGACIÓN CON MENOR RENDIMIENTO. ESTO AFECTA NEGATIVAMENTE A LOS PRECIOS.

le va a permitir estimar en qué medida el fondo reaccionará cuando los tipos de interés suban o bajen. Cuando suben, ello impacta negativamente sobre las obligaciones ya emitidas, especialmente sobre aquellas que tienen los vencimientos más alejados, porque los inversores prefieren comprar una obligación con un cupón (y, por lo tanto, una rentabilidad) más alto, en lugar de mantener a largo plazo una obligación con un menor rendimiento.

ÍNDICE DE DEUDA PÚBLICA E ÍNDICE DE DEUDA CORPORATIVA A LARGO PLAZO



¿Bonos públicos o corporativos?



→ Una vez que uno tiene claro que quiere invertir en un fondo de renta fija de un determinado perfil de duración (es decir, tiene claro si quiere invertir en un fondo de renta fija de corto plazo o de largo plazo), se plantea la duda de si seleccionar uno de deuda pública o de deuda corporativa. Siempre existe la posibilidad de plantear una solución

salomónica eligiendo un fondo que llamamos en Morningstar "diversificado", en el que el gestor distribuye sus inversiones tanto en renta fija de gobiernos como de empresas. Pero, aunque el comportamiento del índice de deuda pública y el de deuda corporativa no ofrece demasiadas diferencias a largo plazo, como muestra el gráfico adjunto, sí que suelen diferir en periodos de recesión. •

Esta demanda afecta negativamente a los precios de las obligaciones existentes.

Para medir la sensibilidad de una obligación a los tipos de interés se utiliza el concepto de duración. El *Style Box* de renta fija clasifica los fondos en tres tipos en función de su sensibilidad a los tipos de interés.

◆ Sensibilidad Baja: Para figurar en esta parte del *Style Box* de renta fija, la duración efectiva media de la cartera del fondo debe situarse por debajo de los tres años y medio.

◆ Sensibilidad Media: Para figurar en esta parte del *Style Box* de renta fija, la duración efectiva media de la cartera del fondo debe situarse entre tres años y medio y seis años.

◆ Sensibilidad Alta: Para figurar en esta parte del *Style Box* de renta fija, la duración efectiva media de la cartera del fondo debe situarse por encima de los seis años. Para determinar el posicionamiento del

La inesperada demanda de las Letras del Tesoro

Por: Redacción EFPA



→ El fenómeno producido alrededor de las Letras del Tesoro a finales del mes de enero y febrero pasados explica por sí solo hasta qué punto un amplio colectivo de ahorradores e inversores echaba de menos un escenario y un activo que respondiera a su perfil de aversión al riesgo.

→ La Deuda Pública, que vuelve a formar parte de la cartera de los nuevos fondos que aparecen en el mercado, perdió atractivo para los hogares españoles a partir de 2015. Aquel año, el BCE comenzó a adquirir títulos soberanos de los países del euro para evitar el riesgo de deflación. Esas compras hundieron el interés pagado por este tipo de valores.

→ Pero el escenario ha cambiado y ha atraído la atención de los ahorradores. El tipo medio de deuda en circulación se situó al cierre del año pasado en 1,727% tras haber subido desde el 1,636. Las últimas emisiones de 2021 pasaron del 0,69% de las letras a seis meses subastadas en diciembre de 2021 al 2,49% del tipo medio registrado a mediados de febrero pasado.

→ El interés de los particulares obligó al Tesoro Público a reforzar sus canales de atención a los ahorradores ante las frecuentes interrupciones que se producían con motivo de una demanda inesperada. •

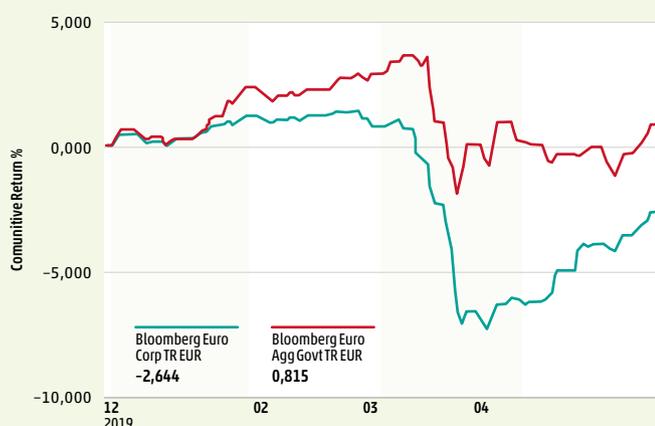
fondo sobre el eje vertical, examinamos la calidad crediticia media de las obligaciones de la cartera en función de diferentes ratings de crédito. Analizando la calidad crediticia de una obligación uno puede hacerse una idea de la capacidad del emisor a seguir pagando los cupones (o intereses) y a devolver el capital a vencimiento. Morningstar calcula un rating crediticio medio y lo utiliza para clasificar a los fondos dentro del *Style Box* de renta fija.

◆ Calidad crediticia Baja: corresponde a un rating de crédito medio ponderado por los activos del fondo por debajo de BBB.

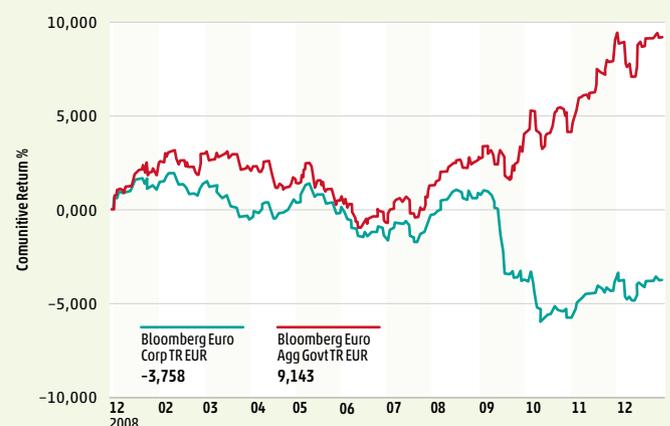
◆ Calidad crediticia Media: corresponde a un rating de crédito medio ponderado por los activos del fondo inferior a AA pero por encima o igual a BBB.

◆ Calidad crediticia Alta: corresponde a un rating de crédito medio ponderado por los activos del fondo superior o igual a AA. ●

ÍNDICE DE DEUDA PÚBLICA E ÍNDICE DE DEUDA CORPORATIVA EN 2020



ÍNDICE DE DEUDA PÚBLICA E ÍNDICE DE DEUDA CORPORATIVA EN 2009



HAY OPORTUNIDADES TRAS LA FUERTE CORRECCIÓN Y MUCHOS AÑOS SIN INTERESES

Vuelve el bono protector y rentable

El cambio de ciclo con la subida de los tipos de interés trae, entre otras cosas, una mala y una buena noticia. La mala es que los tipos más altos frenan la economía y las empresas tendrán más dificultades para su crecimiento. La buena es que vuelven las oportunidades y habrá bonos que puedan batir a la inflación. Por **JAVIER RUIZ VILLABRILLE**.*

**Country Head Flossbach von Storch España.*

V

vuelven los tipos de interés.

Es una noticia que la mayoría esperábamos desde hace mucho tiempo. Especialmente los ahorradores que desean rendimientos previsibles con fluctuaciones manejables. Inversores defensivos que tuvieron que vivir una década de tipos de interés cero o, incluso, negativos. Una sequía que acabó el año pasado con un desplome histórico en el mercado de bonos: el rápido aumento de la inflación no dejó a los bancos centrales otra alternativa que apostar por una política monetaria mucho más restrictiva.

Las preguntas recurrentes son ahora: ¿hasta dónde llegarán los Bancos Centrales con sus subidas? o, ¿cuándo se alcanzará el pico de inflación

(si no se ha alcanzado ya)? Ambas son muy complicadas de contestar. Los propios bancos centrales han declarado, por activa y por pasiva, su férrea voluntad de atajar el problema "hasta que el trabajo esté hecho", en palabras de **Jerome Powell**.

El propio Powell ha mencionado en numerosas ocasiones que su espejo es la actuación de **Paul Volker** para hacer frente a la inflación de los primeros 80s. Volker, como *chairman* de la Reserva Federal, tuvo que hacer frente a una inflación galopante que venía de las sucesivas crisis de los 70s. Para ello, no le tembló el pulso al elevar los tipos... ¡hasta el 20%! Pero hay una diferencia fundamental con la situación que enfrenta Powell:

el grado de apalancamiento. La cantidad de deuda en circulación ahora es mucho mayor que entonces, lo que hace la economía más sensible a las variaciones de política monetaria y solo se puede ir calibrando sus efectos poco a poco. Su actuación futura dependerá en buena medida de la evolución de los distintos indicadores. Entonces, ¿qué podemos esperar de la inflación? A corto plazo es difícil saberlo porque hay demasiadas variables. En el medio y largo plazo, sí que parece claro que tendremos que acostumbrarnos a un entorno con una inflación mayor que el que hemos disfrutado en las últimas dos décadas. Las famosas tres "D", demografía, desglobalización



y descarbonización, parecen empujarnos en ese sentido.

UNA SUCESIÓN DE RETOS

Pero volvamos a 2019, cuando el mercado de bonos parecía haberse extinguido. Tipos de interés negativos en todas partes, no solo en los bonos de emisores de máxima calidad. Incluso entonces, era posible obtener rendimientos atractivos. Pero solo si eras muy activo en el mercado podías aprovechar las pocas oportunidades que surgían. La renta fija se convirtió en renta activa, como siempre hemos destacado.

Lo que vino en los años siguientes fue una sucesión de retos: la pandemia, la interrupción de las cadenas de suministro, la invasión de Ucrania y, por último, quizás,

una recesión. El periodo que podemos denominar como de *pre-postpandemia* se caracterizó por un alza generalizada de precios. El desembalse de una demanda que había sido contenida durante los peores momentos de la crisis sanitaria llegó en un momento en que las capacidades de producción no estaban normalizadas, creando tensiones. La operación militar de Putin en Ucrania puso aún más presión en los mercados energéticos, prolongando en el tiempo las tensiones inflacionistas y facilitando la llegada de efectos de segunda ronda. Ante este panorama, los bancos centrales no tuvieron otra opción que subir agresivamente sus tipos de interés, aceptando

LAS EXPECTATIVAS DE MAYOR RENTABILIDAD SUELEN CONDUCIR A UNA MAYOR DEMANDA DE BONOS Y A PRECIOS ESTABLES O AL ALZA. DESPUÉS DE AÑOS DE DIFICULTADES, UN NUEVO MUNDO SE ABRE PARA ASEGURADORAS Y PLANES DE PENSIONES.

conscientemente el riesgo de provocar un colapso en el crecimiento económico.

Las sacudidas en los mercados de bonos no se hicieron esperar: en solo un año, los rendimientos de la deuda pública estadounidense a dos años subieron 3,69 puntos, y a cinco años un 2,75, algo nunca visto en más de 50 años. Y todos sabemos que el aumento de los rendimientos provoca la caída de los precios.

A modo de ilustración del colapso, un índice global como el *Bloomberg Global Aggregate Index (EUR)* perdió un 13,2% en 2022, la mayor caída de su historia. Pero, cuando se trata con inversores, el comportamiento de un índice puede no entenderse del todo. Pongamos *******

*** ejemplos todavía más concretos: alguien que tuviera un bono a 10 años de Alemania a principios de 2022 habrá perdido en el año un 22%. Si el bono hubiese sido del Tesoro americano, la pérdida habría alcanzado el 15%. Hablamos de bonos a cuyos pagos, cupones y principal, nadie duda que se hará frente y, aun así, en valoración... una auténtica catástrofe.

HACIA LA FALTA DE LIQUIDEZ

En el horizonte, nuevos retos. Si 2022 estuvo marcado por la subida de los tipos de interés, 2023 podría ser el año de la

falta de liquidez. Y es que, tras las subidas de tipos, los bancos centrales pasarán a la fase de reducción de sus balances, lo que en la práctica significa la retirada de los jugadores más importantes del mercado en los últimos años. (Ver cuadro)

La falta de liquidez suele ser más evidente en los nichos más arriesgados del mercado de bonos. En los últimos años, cuando todavía había tipos de interés negativos y suficiente liquidez, se podía observar cierta "ingenuidad". Muchas empresas de solvencia dudosa emitieron bonos en condiciones muy favorables. Esas condiciones ya no

LOS NIVELES DE RENDIMIENTO NOMINAL PARECEN LOS MÁS ATRACTIVOS DESDE EL ESTALLIDO DE LA CRISIS EN 2008.

existen. Además, la política monetaria más restrictiva no solo disminuye la liquidez, sino que frena la economía, hace el crédito más difícil y la demanda se resiente. Las empresas van a tener que hacer frente a un menor crecimiento económico y solo aquellos negocios realmente sólidos podrán hacer frente a la nueva realidad. En cualquier caso, el cambio de ciclo monetario y todas sus derivadas, aconsejan reevaluar las primas de riesgo en relación con los posibles riesgos de impago y liquidez. Hemos vivido en un mercado artificialmente inflado y la retirada del *doping* no será fácil.

Pero, a pesar de todos esos nubarrones, que llegarán o no, la buena noticia es que vuelve a haber oportunidades. Vuelven los tipos de interés. El aumento del nivel de rendimiento ha hecho que los bonos resulten más atractivos de cara al futuro. De nuevo, hay bonos que pueden batir la inflación (esperada) a largo plazo. Los niveles de los rendimientos nominales (así como los reales, teniendo en cuenta la inflación esperada y negociada por el mercado) parecen más atractivos que en cualquier otro momento desde el estallido de la crisis financiera en 2008.



→ Los bancos centrales

tienen ante sí una difícil tarea, especialmente, Christine Lagarde. Si Jerome Powell solo tiene que gestionar una sola economía, la señora Lagarde tiene que conjugar los intereses de 20 países distintos, con distintas realidades económicas y, sobre todo, distintos niveles

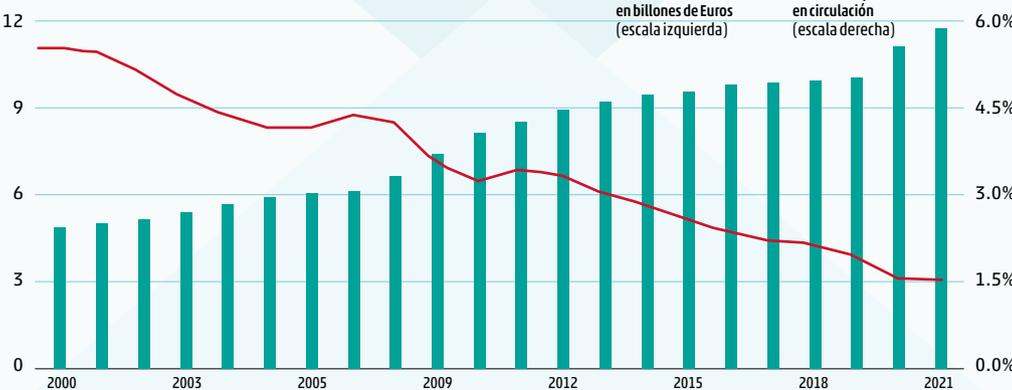
El riesgo en el pago de la Deuda

de endeudamiento. El conjunto de la deuda pública de los países de la Zona Euro ha ido subiendo hasta alcanzar, en números redondos, una total de 12 billones de euros. Por esa montaña de deuda, los países pagan anualmente la irrisoria cifra de 180.000 millones de

euros, es decir, un 1,5%. ¿Qué pasará cuando los tipos más altos vayan cogiendo más peso dentro del total? ¿Qué pasará el día que el BCE deje de comprarla? En los últimos tres años, el BCE ha adquirido el equivalente a todos los bonos que ha emitido el Tesoro

español. Peor aún, ha adquirido casi el 120% de lo emitido por Italia. Si el BCE se retira, aunque sea parcialmente, el tipo de interés que los distintos países tendrán que pagar será más elevado. ¿Podrán hacerle frente sin comprometer demasiado el déficit presupuestario? Un equilibrio, sin duda, complicado. •

DEUDA DE LOS PAÍSES DE LA ZONA EURO Y TIPO DE INTERÉS MEDIO



Fuente: Refinitiv, Flossbach von Storch, Datos 5 de enero de 2023

EL EFECTO PROTECTOR

A modo de ejemplo, por primera vez en más de diez años, los bonos del Estado estadounidenses protegidos contra la inflación (*Treasuries*) ofrecen rendimientos reales positivos. Sin irnos a bonos ligados a la inflación, una estrategia *buy & hold* en bonos del Tesoro americano a cinco años ya nos da un rendimiento real positivo, siempre que se

cumplan las expectativas de inflación que descuentan los mercados.

El que las expectativas de rentabilidad sean positivas suele conducir a una demanda más fuerte y, en consecuencia, a unos precios al menos estables, si no al alza. El elevado nivel de efectivo que mantienen muchos inversores institucionales actuaría como sostén. Después de años de dificultades, un nuevo mundo se abre para aseguradoras y planes de pensiones.

Además de generar una expectativa de rentabilidad, los tipos de interés positivos actúan a modo de protección: pueden absorber acontecimientos inesperados. Los tipos podrían subir más que lo que anticipa el mercado, o las primas de riesgo ampliarse, pero el efecto de cualquiera de estos dos acontecimientos se vería amortiguado por el rendimiento que ya ofrecen los bonos. Una de las grandes tragedias de 2022 es que se partía de un nivel en el que no ofrecían ninguna protección y la subida se trasladó con precisión matemática al precio de los bonos. Las cosas han cambiado. Hagamos un cálculo simplificado a modo de ejemplo de lo que significa el colchón de riesgo: si tomamos un bono con vencimiento en cinco años que tenga un rendimiento anual del 5%, el tipo de interés de mercado puede subir otro 1,2% en los próximos 12 meses antes de que se produzcan pérdidas.

ATRACTIVO BAJO VIGILANCIA

No es un *free lunch*, pero los bonos vuelven a tener atractivo. Habrá dificultades,

EVOLUCIÓN DE LOS BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES



Fuente: Refinitiv, Flossbach von Storch, Datos 1 de febrero de 2023

Efectos de la inyección monetaria



→ Desde la gran crisis financiera de 2008, los bancos centrales han jugado un papel fundamental en la economía. Los gobiernos a nivel global intentaron limitar los efectos de la crisis y, sobre todo, evitar que se produjera una quiebra del sistema en su conjunto. Lógicamente, esa lucha debió ser financiada y se hizo gracias al apoyo incondicional de los bancos centrales que aumentaron el tamaño de sus balances hasta niveles nunca vistos. Esa inyección monetaria debería haber generado alzas de precios, inflación. Sorprendentemente, no se dio. ¿O sí?

→ Lo cierto es que los índices de precios al consumo no sufrieron variaciones significativas. De hecho, hasta el año pasado, la mayor preocupación de los bancos centrales ha sido que los precios subieran, al menos, el 2% que tienen como objetivo. Pero inyectar dinero nunca es inocuo. Sí que hubo inflación de precios, de activos reales, los bonos, las acciones, el inmobiliario, todo subió de manera importante. La reversión de esa política monetaria ultralaxa está en el origen de las correcciones del año pasado. •

habrá que vigilar los efectos de las políticas de los bancos centrales, deberemos mantener la vigilancia sobre la inflación, pero vuelve a haber oportunidades. Tras una década sin intereses y un año de corrección, los bonos vuelven a su papel tradicional para dotar de equilibrio a las carteras.

Afrontamos un mercado que tendrá episodios de nervios, pero es ahí donde surgen las oportunidades, incluso a corto plazo. Dicho de otro modo: los inversores activos, anticíclicos y flexibles que cuentan con la experiencia necesaria tienen algunas ventajas en un entorno que tendrá volatilidad.

LOS BONOS VUELVEN A TENER ATRACTIVO, PERO HABRÁ QUE VIGILAR LOS EFECTOS DE LAS POLÍTICAS DE LOS BANCOS CENTRALES Y LA INFLACIÓN. LOS BONOS RECUPERARÁN SU PAPEL TRADICIONAL PARA DOTAR DE EQUILIBRIO A LAS CARTERAS.

Cómo puede funcionar esto en la práctica lo demuestra, por ejemplo, un fondo de renta fija muy flexible de **Flossbach von Storch**. Como 'selector de bonos' activo, los gestores de cartera buscan específicamente bonos en los que las oportunidades superen los riesgos. Dependiendo del entorno del mercado, estos valores se encuentran en diferentes segmentos y rangos de vencimiento. Por ejemplo, la ponderación entre bonos corporativos o gubernamentales, pero también entre regiones y emisores individuales, puede cambiar rápidamente en función de la situación del mercado. ●

EL ESCENARIO ES CONFUSO TODAVÍA, AUNQUE SE ATISBAN OPORTUNIDADES

A expensas del impacto de la política monetaria



Persisten incertidumbres sobre la política monetaria que adoptarán los bancos centrales, claves para el comportamiento futuro de los mercados de renta fija. Añadamos a ello que la situación actual, con una fuerte subida de los tipos de interés y una ampliación sustancial de los diferenciales de crédito, es una combinación que no habíamos presenciado en mucho tiempo. Por **SVEIN AAGE AANES**.*

*Head of *Fixed Income DNB AM*.

En 2022, se produjeron las mayores subidas de los tipos de interés en décadas, impulsadas por un endurecimiento monetario masivo para frenar un repunte de la inflación derivado de las secuelas de la pandemia, y exacerbado por los efectos de la invasión rusa de Ucrania. A medida que los tipos de interés seguían subiendo en 2022, los mercados, tanto de renta variable como de crédito, empezaron a descontar una mayor probabilidad de desaceleración económica como resultado de las subidas de tipos, un tema que generó mucha expectación y debate ante el inicio de este año. Al fin y al cabo, el objetivo de las subidas de tipos es amortiguar la actividad económica y reducir la probabilidad de que la inflación se consolide a través de un ciclo prolongado de precios y salarios.

El año pasado, el aumento de los riesgos de recesión provocó un incremento de los diferenciales de crédito y un menor rendimiento de las carteras de bonos que contienen diferenciales de crédito. No obstante, la nota positiva es que los acontecimientos del último trimestre de 2022 crearon una perspectiva mucho más sólida para los rendimientos de los bonos ante los próximos años, sin ir más lejos, para 2023. De hecho, los mercados empezaron a

buscar visibilidad en cuanto se comenzó a atisbar en el horizonte el final del ciclo de subidas de tipos por parte de los bancos centrales.

En cuanto a la inflación, sigue sin estar bajo control, y, lo que es más importante, ha aumentado, sobre todo en Estados Unidos, donde el crecimiento de los salarios es un gran problema. Esto mantendrá en vilo a los bancos centrales durante algún tiempo y los animará a no relajar su política monetaria. Al mismo

AHORA ESPERAMOS QUE LAS SUBIDAS DE TIPOS SURTAN EFECTO CON RELATIVA RAPIDEZ Y QUE EL MERCADO YA HAYA DESCONTADO LAS ALZAS QUE QUEDAN POR LLEGAR EN EL PRECIO DEL DINERO.

tiempo, los bancos centrales son conscientes de que ya han sacudido bastante las economías con las subidas de tipos de interés que han decidido. Tanto es así, que a finales de año vimos cómo los bancos centrales empezaban a reducir el ritmo de subidas de tipos. En primer lugar, el banco central noruego y luego el estadounidense, aunque no han sido los únicos. El BCE inició también el descenso de la subida de tipos de interés, si bien a este último le queda un poco más de ***

Energía e inflación, un binomio determinante



→ Existen algunas

similitudes superficiales entre 1973 y la situación actual. Estas se refieren principalmente al papel de los precios de la energía en el repunte de la inflación. Pero hay también diferencias muy importantes entre los dos periodos. Una diferencia se refiere a qué factores son los más importantes para el aumento general de la inflación. Evidentemente, los precios de la energía han sido relevantes durante los dos últimos años y, en particular, desde la invasión rusa de Ucrania. Pero, posiblemente, las secuelas de la pandemia han sido aún

más determinantes para las perspectivas de inflación a más largo plazo y la respuesta de los bancos centrales. La escasez de recursos laborales tras la reapertura combinada con los problemas en las cadenas de valor internacionales han sido, probablemente, más importantes para los bancos centrales y su respuesta que el repunte de los precios de la energía como tal. → Otra diferencia importante es el régimen de política monetaria. En 1973, la función de respuesta de los bancos centrales a la inflación no estaba clara y no era bien conocida o comprendida. Los bancos centrales

estaban bajo influencia política y no existía un vínculo claro entre la política monetaria y la inflación. En este régimen, los choques de inflación tenían una probabilidad relativamente alta de provocar picos en las expectativas de inflación a largo plazo. En el régimen de política monetaria actual, en el que los bancos centrales son independientes y persiguen objetivos de inflación definidos, las expectativas de inflación a largo plazo están mejor ancladas siempre que los bancos centrales respondan de acuerdo con sus objetivos de inflación. En este sentido, podemos decir que ya hemos aplicado algunas de las lecciones del periodo de alta inflación de los años 70 y principios de

los 80. → Los precios de la energía han sido el mayor motor de la inflación hasta ahora. Pero, como siempre, el efecto de una sacudida de los precios de la energía será temporal y transitorio si no se propaga a través de unas expectativas de inflación a más largo plazo más elevadas y un mayor crecimiento de los salarios a lo largo del tiempo. Esta es la razón por la que los bancos centrales se centran en enfriar sus economías y mercados laborales mediante subidas de tipos. → Ya estamos viendo cómo se disipan los efectos inflacionistas de la subida de los precios de la energía y cómo el riesgo de inflación se traslada a los impulsores de la inflación a más largo plazo. •

*** camino por recorrer, ya que comenzó el ciclo de subidas más tarde. En este sentido, habrá que prestar especial atención a las medidas que adopten tanto la Reserva Federal en la reunión el 21 de marzo, como el BCE. Por lo tanto, todo hace pensar que, probablemente, nos estemos acercando al final del ciclo de endurecimiento monetario, que ha alcanzado un nivel que está teniendo un efecto amortiguador sobre la economía.

Es en torno a esta primavera cuando se estima que tanto la Reserva Federal como el banco central de Noruega alcancen el punto álgido de este ciclo de subidas de tipos, en niveles alrededor del 3% (Noruega) y del 5% (EE. UU.). Por otro lado, como es habitual, cuando los mercados se dan cuenta de que nos acercamos al final de un ciclo de subidas de tipos, se producirá una reacción instintiva para empezar a bajar los tipos con vencimientos ligeramente más largos, ya que el mercado empieza a poner en precio los recortes de tipos en el futuro.

DURACIÓN Y RIESGO

Tras este repaso a la situación macroeconómica de 2022 y perspectivas para 2023 en torno a un posible final del ciclo de subidas de tipos, es momento de ver cómo se traslada este panorama al contexto para este año de la renta fija. En este sentido, la situación actual, con una fuerte subida



Sede central del Norges Bank en Oslo.

de los tipos de interés y una ampliación sustancial de los diferenciales de crédito, es una combinación que no habíamos presenciado en mucho tiempo. Al mismo tiempo, como resultado, está aumentando el riesgo de una recesión económica, lo que conduce a primas de riesgo más elevadas. En un mundo así, la duración y el riesgo de crédito están correlacionados positivamente, y cuando los tipos de interés suben, los diferenciales de crédito se amplían.

Creemos que la renta fija se recuperará en los próximos seis a doce meses, ya que es probable que los mercados adquieran por fin más certeza sobre el pico del ciclo de subidas de tipos de los bancos centrales durante este periodo. Ya hemos visto algunos intentos por parte de

LA HISTORIA DEMUESTRA QUE LOS INVERSOSES PAGAN TANTO POR EL RIESGO DE TIPOS DE INTERÉS COMO POR EL RIESGO DE CRÉDITO A LO LARGO DEL TIEMPO. ELLO SUPONE UN MAYOR RIESGO Y UNA MAYOR VOLATILIDAD.

los mercados de identificar estos picos en 2022, pero hasta ahora sin mucho éxito. Así pues, las perspectivas para la renta fija deberían ser bastante buenas en un horizonte de 12 a 14 meses, aunque el problema, por supuesto, es determinar el momento del cambio de tendencia. Creemos que 2023 será un año de bonos más que de renta variable e incluso podría ser que se reavivara la conocida correlación negativa entre los rendimientos de los bonos y los de la renta variable. Al menos, la probabilidad de que esto ocurra ha aumentado con la subida de los tipos de interés.

Como gestores de renta fija, por supuesto que siempre nos preocupa el riesgo de quiebra, pero tal

Impacto de las subidas de tipos: el ejemplo de Noruega

% → El tipo del banco central noruego se situaba a principios de marzo en el 2,75%, muy por debajo del tipo del banco central estadounidense, pero todavía un poco por encima del tipo del BCE. Durante el otoño, quedó claro que los efectos combinados de los tipos de interés más altos y la elevada inflación tuvieron un efecto amortiguador sobre la economía noruega, es decir, el tipo del banco

central ya alcanzó territorio restrictivo. Una razón importante para un efecto comparativamente fuerte de las subidas de tipos en Noruega es el hecho de que más del 90% de las hipotecas de los hogares es a tipo variable, por lo que las subidas de los tipos de interés se transforman directamente en mayores pagos hipotecarios. Por esta razón, estamos bastante convencidos

de que estamos cerca del final de este ciclo de subidas de tipos. Probablemente, tendremos una subida más hasta el 3% y entonces se acabó. → Siempre es difícil decir hacia dónde salta la corona noruega. Uno de los factores que explican la relativa debilidad de la corona noruega podría ser que el diferencial de interés con respecto al euro y al dólar se ha reducido realmente. Los tipos de interés

noruegos aumentaron en 2022, pero bastante menos que los del euro, la corona sueca y el dólar. Además, 2022 fue un año relativamente débil para los activos de riesgo y hemos visto una correlación bastante fuerte entre la corona noruega y la evolución de la renta variable mundial. La corona noruega es típicamente una divisa que rinde menos en un sentimiento de mercado sin riesgo. •

al alza. Ahora está invertida, lo que significa que el tipo de interés a diez años es inferior al tipo de interés a dos años en Estados Unidos.

EL ATRACTIVO DE LOS MÁRGENES DE CRÉDITO

En conclusión, la situación incluye todavía grandes incertidumbres para prever a corto plazo la evolución de los mercados. Parece claro que el crecimiento de la economía va a disminuir a la vista del análisis realizado, aunque lo haga menos de lo que se pensaba hace unos meses. Los márgenes de crédito tuvieron ya en cuenta el decrecimiento durante el año pasado con un aumento significativo.

Por otra parte, que los precios en la Unión Europea se ajusten, más o menos, a los que vemos normalmente en una recesión media confirma ese temor, pese a al mayor optimismo que se observa de forma reciente. Desde nuestra perspectiva, esto significa que los márgenes de crédito resultan atractivos si se tiene un cierto horizonte de inversión. Creemos que los márgenes de crédito tienen un precio atractivo a medio plazo pero, por desgracia, no sabemos en qué momento exacto podrían alcanzar su punto máximo.

En estos momentos (principios del mes de marzo), el rendimiento es del 9,13% en dólares para el índice *Global High Yield* (bonos más arriesgados) y del 5,21% en dólares para el índice *Aggregate* (bonos corporativos seguros). ●

y como están las cosas, el margen de crédito debería haber aumentado lo suficiente como para tener en cuenta este riesgo. Con los fondos de renta fija en particular, los inversores están viendo que existe una correlación más clara entre el riesgo asumido y las oportunidades de rentabilidad. Si nos fijamos en la historia de los fondos de pensiones, existe una clara correlación entre el rendimiento obtenido y el riesgo asociado a los fondos. Esto también puede ser cierto en el futuro. En los mercados de renta fija, existen dos parámetros de riesgo importantes: el riesgo de tipo de interés y el riesgo de crédito. Con un horizonte de inversión a largo plazo, la historia demuestra que los inversores pagan tanto

por el riesgo de tipos de interés como por el riesgo de crédito a lo largo del tiempo, pero esto siempre conlleva un mayor riesgo y una mayor volatilidad.

En Escandinavia, tenemos un riesgo de tipos de interés limitado y, desde hace mucho tiempo, tenemos un tipo de interés fijo a más corto plazo que el índice de tipos de interés. En los fondos de pensiones de Estados Unidos se ha producido la mayor caída en más de tres décadas, siendo la causa principal el descenso de los precios como consecuencia de las subidas, sorprendentemente bruscas, de los tipos de interés. Esta evolución queda puesta de manifiesto en la trayectoria del *Barclays Global Aggregate Index*, índice de referencia

multidivisa para esta clase de activo, que incluye bonos del Tesoro, deuda pública, bonos corporativos y bonos titulizados de renta fija de emisores tanto de mercados desarrollados como de emergentes. El índice cayó un 17% en 2022, medido en dólares, si bien en coronas noruegas el ajuste fue menor. En lo que va de año, el rendimiento del selectivo remontó este desplome, aunque en febrero perdió algo de fuerza. Ahora esperamos que las subidas de tipos surtan efecto con relativa rapidez y que el mercado ya haya descontado las alzas que quedan por llegar en el precio del dinero. La curva de rendimiento, que es el tipo de interés efectivo de los bonos con vencimientos cada vez más largos, tiende

CON ESPECIAL ATENCIÓN A LOS BONOS DE PAÍSES EMERGENTES Y A LOS CRÉDITOS CORPORATIVOS

Hay oportunidades en diferentes clases de activos

El universo de la renta fija ofrece ahora importantes oportunidades en diversas clases de activos en un escenario que propicia el optimismo. El temor a los impagados se aleja y el mercado europeo se presenta con buenas perspectivas.
Por **Nabil El-Asmar Delgado**.*



*Country Head de **Vontobel** en Iberia.

Debido a los elevados niveles de *yield* de partida, confiábamos en que la

rentabilidad de la renta fija acabaría 2023 en niveles aceptables. Sin embargo, al igual que ha ocurrido con el resto de los mercados, la renta fija ha repuntado más -y antes- de lo que muchos habrían pensado en las primeras semanas de este año. En nuestra opinión, el contexto económico ha sido el factor que ha propiciado el repunte de principios de año. Sin embargo, este movimiento ha hecho que los inversores nos pregunten con frecuencia si han llegado tarde para captar esta tendencia y, por lo tanto, si se han perdido el *rally*. Creemos que no.

Aunque es cierto que durante el periodo en el que se tocaron los mínimos de octubre las *yields* fueron más altas, también hay que tener en cuenta que en aquel momento los inversores se enfrentaban a una serie de riesgos preocupantes. Los mercados primarios no estaban totalmente abiertos, la inflación continuaba su marcha ascendente, los bancos centrales seguían aumentando las expectativas de tipos terminales, existía una posibilidad muy real de que Europa tuviera que afrontar un racionamiento energético y la opinión de que el mundo se encaminaba hacia la recesión era prácticamente unánime.

Hoy, esos riesgos parecen haber mutado radicalmente. Los mercados primarios están abiertos y muestran una saludable demanda de los inversores, la inflación general

parece estar bajo control, los bancos centrales se están acercando a los tipos terminales y la publicación de datos económicos más contundentes parece indicar que las posibilidades de enfrentarnos a una grave recesión se han reducido.

Por ello, no compartimos la opinión de que los inversores se hayan perdido el *rally*. De hecho, sobre una base ajustada al riesgo, creemos que las *yields* actuales son más atractivas de lo que eran a comienzos del cuarto trimestre del año pasado. El universo de la renta fija ofrece buenas oportunidades en diferentes clases de activos.

MERCADOS EMERGENTES

La tendencia está cambiando para la renta fija de los mercados emergentes y hay numerosos indicios que sugieren que estamos ante un buen momento para esta clase de activos. Creemos que hay razones importantes por las que los inversores deberían considerar la posibilidad de

ES EL MOMENTO DE COMENZAR A CONSTRUIR POSICIONES Y APROVECHAR LOS GRANDES CUPONES QUE SE OFRECEN PARA ASEGURARSE UNA RENTA ATRACTIVA EN LOS PRÓXIMOS AÑOS. PUEDEN PRODUCIRSE SORPRESAS ALCISTAS SI LA INFLACIÓN SE DESACELERA RÁPIDAMENTE.

volver ahora a los bonos de estas regiones.

Aunque la Reserva Federal estadounidense aún no ha finalizado el proceso de subida de tipos, es menos probable que este año nos encontremos con sorpresas del ala dura de la institución (*hawkish*), dado que la desinflación comenzó hace varios meses. De China llegan señales más positivas, después de que su gobierno suavizara su política de COVID cero y adoptara medidas de apoyo al mercado inmobiliario.

Los bonos de los mercados emergentes ofrecen unas *yields* más elevadas. Tras un año difícil con una elevada volatilidad, las valoraciones no se ajustan a sus fundamentales, lo que ofrece a los gestores activos la oportunidad de obtener mejores resultados en este tipo de activos poco eficientes. Además, los fundamentales de los bonos de los mercados emergentes suelen ser más sólidos que los de los países desarrollados. Por ejemplo, sus empresas tienen menores niveles de

¿Riesgo de *default* en los emergentes?



→ En nuestra opinión, el temor a un repunte del riesgo de impago en los mercados emergentes, que se apoderó de los inversores el año pasado, fue excesivo. Sus preocupaciones se desataron anticipándose a una posible oleada de impagos de las emisiones de bonos soberanos en los mercados emergentes porque los mercados de capitales estaban cerrados para los emisores *high yield*. La idea que subyacía es que los Estados acabarían incurriendo en impagos si no eran capaces de refinanciar sus próximos vencimientos de deuda.

→ Nosotros pensamos que la mayoría de los mercados frontera no necesitaba refinanciarse en 2023 y podían esperar hasta 2024, cuando las condiciones de financiación fuesen más favorables. Esto es particularmente cierto para la mayoría de los soberanos del África subsahariana, que han sido bastante proactivos en la gestión de su deuda. Es demasiado pesimista pensar que las condiciones del mercado no mejorarán en los dos próximos años. Además, con el repunte registrado hasta el momento en los mercados emergentes, algunas emisiones de *high yield* ya han podido acceder a los mercados de capitales, lo que ha creado un bucle de retroalimentación positiva. Esto significa que los *high yield* de los mercados emergentes empiezan a demostrar que pueden refinanciarse, con lo que el riesgo de impago es menor de lo que se pensaba, lo que atrae a más inversores a esta clase de activos y, en consecuencia, se obtiene un rendimiento adicional. •

*** apalancamiento en términos netos que las compañías de EE. UU. y Europa.

Por último, los mercados emergentes ofrecen un alto grado de diversificación. Los más de 700 emisores de 59 países diferentes que componen el índice CEMBI ofrecen un potencial de diversificación aún mayor. Esos países suelen tener ciclos económicos y características distintas desde el punto de vista político. Las compañías de estos mercados también pueden tener diferentes estructuras de propiedad, como empresas estatales cuasi soberanas o privadas que operan en múltiples sectores.

CRÉDITO DE MERCADOS DESARROLLADOS

En general, somos bastante positivos con respecto al crédito corporativo de los mercados desarrollados, sobre todo tras haber dejado atrás uno de los años más difíciles para las estrategias de inversión tradicionales.

La vertiginosa tendencia de los precios de la energía y los alimentos en 2022 debería invertirse a partir del segundo trimestre de 2023, lo que podría traducirse en una caída de los datos anuales. No obstante, parece poco probable que el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo se arriesgue al respecto. Nuestra tasa de estimación máxima del tipo de interés del BCE ha subido y ahora se sitúa entre el 2,75% y el 3,0%, aunque también es probable que la autoridad monetaria que preside Christine Lagarde cambie de rumbo a finales de año.

Los diferenciales de crédito con grado de inversión parecen

OFERTA DE BONOS DE GRADO DE INVERSIÓN EN 2023
(EN MILES DE MILLONES DE EUROS)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022* | 2023* |
|------------------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| Oferta bruta | 406 | 438 | 439 | 414 | 553 | 567 | 487 | 460 | 450 |
| Amortizaciones | 235 | 239 | 270 | 209 | 236 | 255 | 277 | 333 | 382 |
| Cupones | 47 | 43 | 41 | 40 | 40 | 39 | 37 | 37 | 41 |
| Net CSPP/PEPP** | 0 | 51 | 84 | 34 | 6 | 87 | 79 | 36 | -13 |
| Balance | 124 | 105 | 44 | 131 | 271 | 186 | 94 | 54 | 40 |

Fuente: JPMorgan al 16/11/2022. * Datos estimados. ** Programas BCE de compra de activos.

estabilizarse. Todo apunta a que el mercado ya ha descontado las subidas limitadas previstas para 2023, lo que debería aportar estabilidad a las *yields*. Esto, a su vez, se traduce en estabilidad de los diferenciales de crédito. Los *spreads* en la zona europea también están cerca de los niveles de recesión y reflejan una gran debilidad. Si se tienen en cuenta unos fundamentales crediticios muy robustos, pensamos que los diferenciales pueden haber alcanzado ya sus máximos para este ciclo, ya que las métricas crediticias son mucho más fuertes que durante la pandemia del virus COVID. Por ejemplo, el apalancamiento tanto en EE. UU. como en la zona europea es mucho menor hoy en día (en torno a 2,0 veces frente a algo más de 3,0 veces durante la COVID), con unos diferenciales no demasiado alejados de los niveles máximos de la pandemia. En otras palabras, el diferencial por unidad de apalancamiento ha sido más elevado, y en nuestra opinión, estamos ante un hecho no justificado.

Los datos técnicos de los mercados de crédito siguen siendo favorables. El BCE sigue reinvertiendo su cartera de bonos corporativos o, al menos, parte de ella, y esta tendencia continúa generando una buena demanda. De hecho, aunque se supone que

TRAS UN AÑO DIFÍCIL CON UNA ELEVADA VOLATILIDAD, LAS VALORACIONES DE LOS BONOS DE PAÍSES EMERGENTES NO SE AJUSTAN A SUS FUNDAMENTALES, LO QUE OFRECE LA OPORTUNIDAD DE OBTENER MEJORES RESULTADOS EN ESTE TIPO DE ACTIVOS POCO EFICIENTES.

solo se reinvertirá la mitad de los 28.000 millones de euros de bonos que vencen en 2023, este nivel sigue siendo un buen apoyo para el mercado de deuda corporativa en euros. La oferta neta de bonos de grado de inversión prevista para todo el año es de unos 40.000 millones de euros, frente a los 54.000 millones de euros de 2022, según el cuadro adjunto. La oferta financiera neta durante este año debería ser limitada, ya que las instituciones financieras siguen manteniendo unas bases de depósitos considerables. Por su parte, las empresas industriales también están manteniendo saldos de caja muy elevados y no están gastando todos sus flujos de caja operativos, por lo que sus niveles de emisión también se desacelerarían.

Por lo que respecta a EE.UU., según Barclays, el volumen de emisiones con grado de inversión debería mantenerse al mismo nivel que en 2022, es decir, en torno a 500.000 millones de dólares brutos para las empresas nacionales no financieras y en unos 250.000 millones de dólares para los bancos estadounidenses, una cifra ligeramente inferior a la de 2022.

En cuanto a los volúmenes nacionales no financieros, la

previsión de oferta neta es de unos 325.000 millones de dólares, con una oferta relacionada con la actividad de fusiones y adquisiciones de unos 150.000 millones de dólares, muy por debajo de la media de 210.000 millones de dólares registrada desde 2015.

En conjunto, creemos que el mercado de nuevas emisiones debería permanecer bastante abierto debido a la escasa emisión prevista y a la *yield* más atractiva que ofrece el crédito. De hecho, las *yields* totales se han vuelto bastante atractivas para los inversores, tanto en términos absolutos como en relación con la renta variable. Según las encuestas de los inversores, en este comienzo de año la asignación al crédito con grado de inversión de los mercados desarrollados ha aumentado. Y, a su vez, esto debería crear una demanda bastante buena y garantizar el éxito en la colocación de nuevas emisiones de empresas con fundamentales sólidos.

NO MÁS PESIMISMO

Hay buenas razones para ser optimistas sobre el estado de los mercados desarrollados de grado de inversión, pues creemos que en Estados Unidos queda aún recorrido para que se produzca un aterrizaje suave.

Los niveles de diferenciales cercanos a la recesión registrados en nuestro segmento de bonos corporativos con grado de inversión de la zona europea también son muy favorables, dado los actuales sólidos fundamentales del crédito corporativo.

También nos sentimos más optimistas con respecto a nuestro segmento de *high yield* global, ya que ofrece un buen punto de entrada sobre el rendimiento nominal.

Al igual que ocurrió con las emisiones que tenían una calificación crediticia alta, las empresas de *high yield* entraron en la fase descendente del mercado de 2022 con buenas métricas crediticias (apalancamiento neto en EE.UU. y la zona

LOS DATOS TÉCNICOS DE LOS MERCADOS DE CRÉDITO SIGUEN SIENDO FAVORABLES. EL BCE SIGUE REINVIRTIENDO SU CARTERA DE BONOS CORPORATIVOS O, AL MENOS, PARTE DE ELLA, Y ESTA TENDENCIA CONTINÚA GENERANDO UNA BUENA DEMANDA.

Europea de entre 3,5 y 4 veces, respectivamente). Su horizonte de vencimientos para los próximos dos años también sigue siendo bastante reducido, lo que hace que cualquier refinanciación de bono por bono y de bono por préstamo no resulte tan onerosa. Además, los rendimientos del *high yield* a futuro han sido, en gran parte, elevados cuando la *yield* de partida es de hasta un 8%.

En resumen, hay motivos para no perder la esperanza y es el momento de comenzar a construir esas posiciones y aprovechar los grandes cupones que se ofrecen para asegurarse una renta atractiva en los próximos años. Y las sorpresas alcistas pueden materializarse, especialmente si la inflación sorprende y se desacelera más rápidamente de lo que muchos prevén y si el endurecimiento cuantitativo acaba terminando de forma natural a medida que la Reserva Federal garantiza amplias reservas para que el mercado monetario estadounidense funcione correctamente. ●



→ En 2022, la comunidad inversora mundial mostró su cautela con Europa, debido a los temores en torno al suministro energético y a la ampliación de los diferenciales de la periferia. Sin embargo, la confianza en torno a estas cuestiones ha mejorado y, con unos niveles de diferenciales elevados, parece que se puede extraer valor adicional de la renta fija de Europa.

Extraer los diferenciales de los bonos europeos

→ Parece que la cuestión energética va a finalizar el invierno con éxito. El otro aspecto, la fragmentación, ya fue abordado por el BCE en su reunión de julio con la introducción del Instrumento de Protección de la Transmisión (IPT), aunque esta herramienta sigue siendo un enigma en cuanto a su potencial

y condiciones de uso. Sin embargo, las conversaciones en torno a la emisión conjunta de deuda por parte del bloque han animado el optimismo en torno a la periferia y, aunque esto no vaya a ser un camino de rosas, la persistente idea de una unión fiscal no hará sino reforzar la imagen de Europa en el exterior.

→ Estas buenas noticias, unidas al hecho de que la Eurozona registra la tasa de desempleo más baja de su historia, han hecho que la confianza de proveedores y consumidores se haya recuperado en las últimas semanas, como demuestra el gran avance de la última encuesta alemana ZEW.

→ Aunque hay que decir que la incertidumbre sigue siendo elevada en todos los mercados, la situación europea ha mejorado significativamente. Mientras tanto, los diferenciales siguen pagando a los inversores una prima por invertir en Europa. Con el aumento de la confianza en el continente, puede que no pase mucho tiempo antes de que esto empiece a erosionarse. ●

ES IMPORTANTE CONSIDERAR SU VALORACIÓN RELATIVA A OTROS ACTIVOS

La renta fija ante su punto de inflexión

E

l pasado 2022 fue un año nefasto para los mercados financieros y el peor ejercicio para la renta fija que se recuerda. Ahora nos preguntamos si ha llegado el momento en el que los inversores de deuda encontrarán el rendimiento que han estado esperando durante algún tiempo.

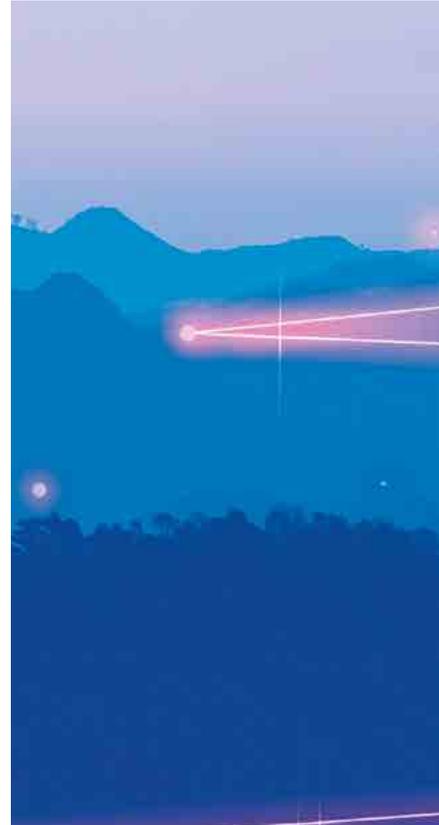
Cabe señalar, que a finales del año pasado, comenzaron a aparecer indicios de que la situación de los inversores en renta fija podría llegar a mejorar. Y, de hecho, si se produce el cambio esperado, podría ser espectacular.

Si hay un factor que ha resultado negativo para la renta fija ha sido el fuerte estallido de la inflación mundial. En la actualidad, el nivel de precios ha alcanzado umbrales que en algunas zonas como Europa eran inéditos desde hace décadas. Y esto plantea un problema evidente para los inversores en deuda, ya que la inflación provoca la erosión del interés pagado por un bono y hace que los bancos centrales suban los tipos. Este incremento, así como el del rendimiento

Está claro que persisten las incertidumbres, pero no es arriesgado señalar que la renta fija se encuentra en su punto de inflexión. Los inversores deben observar con detenimiento la evolución de las economías para detectar los efectos que tendría en el mercado de bonos y darle importancia a su valoración respecto a otros activos.

Por **Álvaro Antón Luna**.*

*Country Head y Director de distribución para **Iberia Aberdeen Standard Investments**.

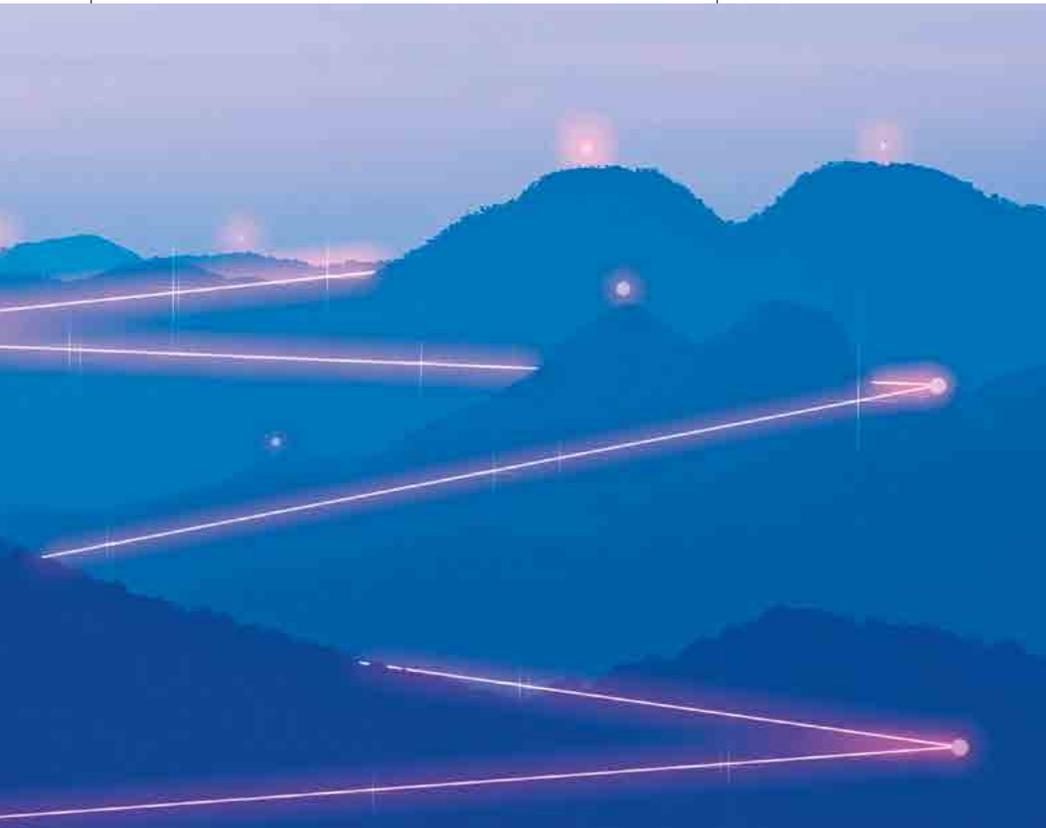


de los bonos, se traduce en una caída de los precios de la emisión.

DURACIÓN ELEVADA

La causa de la actual situación inflacionista es conocida. Se remonta a la interrupción de la cadena de suministro provocada por los cierres de las economías mundiales que se derivaron de la explosión de la epidemia del COVID. Algo que, además, se complicó con la invasión de Ucrania por parte de Rusia hace ya más de un año. El conflicto y las sanciones resultantes perturbaron aún más el suministro mundial de energía y alimentos.

Como consecuencia, los bancos centrales se han visto obligados a subir los tipos



Nueva guía técnica de la CNMV

Por: Redacción EFPA



→ **Consciente del nuevo momento que vive la inversión en renta fija, la CNMV sometió a consulta pública hasta finales del pasado marzo una propuesta de Guía Técnica para reforzar la transparencia de las instituciones de inversión colectiva (ICC) con objetivo concreto de rentabilidad y de las ICC de renta fija con estrategia de comprar y mantener. Esta nueva norma actualizará a la guía técnica publicada en 2017. El objetivo es proteger al inversor y reforzar su consentimiento informado al adquirir estos fondos.**

→ **Considera que es necesario reforzar algunos aspectos en la línea de las mejores prácticas del mercado y extender dichas exigencias también a las ICC que tengan la estrategia de comprar y mantener.**

→ **La guía establece criterios sobre la información facilitada de la rentabilidad estimada que se puede esperar en las ICC de renta fija con estrategia de comprar y mantener si mantuvieran su inversión hasta el vencimiento del horizonte temporal de la estrategia. De esta forma, el ahorrador podrá disponer de una información importante para su decisión de inversión.**

→ **Ajusta algunos de los criterios recogidos en la anterior guía, incluyendo la experiencia supervisora y de registro desde su publicación. Establece las advertencias a realizar a sobre el riesgo derivado de no valorar parte de sus operaciones durante el plazo de comercialización, así como de los efectos de la inflación sobre la rentabilidad nominal de sus inversiones.**

→ **Refuerza la advertencia sobre el coste que podría tener la necesidad de liquidez, debiéndose incluir en el folleto de las IIC que tengan menos de doce ventanas de liquidez.**

→ **El pasado año, en la CNMV se registraron 32 fondos de inversión con estrategias de comprar y mantener y 41 con objetivo concreto de rentabilidad. •**

para frenar la demanda de los consumidores e impedir que los precios se descontrolaran. En la actualidad, las instituciones monetarias de estos países siguen dispuestas a seguir subiendo los tipos en los próximos meses, aunque ello suponga empujar a las economías a la recesión: esa es la gravedad que ha adquirido el problema de la inflación.

En principio, dado que los bonos son un activo defensivo, deberían comportarse bien durante los periodos de mayor riesgo como aquellos que se caracterizan por un menor crecimiento económico, guerra e incertidumbre general. Sin embargo, en la práctica, el rendimiento de los bonos en 2022 fue

SI SE PRODUCE UNA CAÍDA EN LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS INVERSORES LA DESCONTARÁN ANTES DE QUE LO CONFIRMEN LOS BANCOS CENTRALES, LO QUE CREARÁ UN ENTORNO MÁS PROPICIO PARA LOS BONOS.

mediocre, especialmente si se compara con el de otras clases de activos de mayor riesgo, como la renta variable. ¿Qué ha motivado esta situación? Una de las razones que lo explican es que las acciones ofrecen cierta protección contra la inflación, ya que las empresas tienen la capacidad para subir los precios. En cambio, los bonos pagan un cupón nominal fijo (pago de intereses) que la inflación erosiona.

Además, los rendimientos de los bonos eran tan bajos a principios del año pasado que su duración media era muy elevada, ya que los inversores buscaban mejores rendimientos en títulos con vencimientos más largos. Por lo tanto, los bonos eran caros ❖❖❖

*** y la subsiguiente caída de los precios de la deuda fue muy pronunciada debido a las subidas de los tipos de interés.

¿DÓNDE NOS ENCONTRAMOS AHORA?

Creemos que podríamos haber llegado a un punto de inflexión y la razón es que esperamos que la recesión ayude a controlar la evolución de la inflación. Es probable que la actividad económica mundial se ralentice ya que los elevados precios de los alimentos y la energía se combinan con el aumento de los tipos de interés (y, a la postre, con la pérdida de puestos de trabajo). Esto puede perjudicar el gasto de los consumidores, desalentar la inversión empresarial y, en última instancia, provocar un aumento del desempleo que conduzca a la recesión.

Cuando una economía se debilita es fácil concluir que la inflación debería descender. Los precios actuales del mercado sugieren que el índice de precios al consumo (IPC) de EE.UU. caerá hasta el 3% en diciembre de 2023, frente al 6,5% actual. En la mayoría de los principales mercados se observa una dinámica similar. Pero, por supuesto, las perspectivas en torno a la evolución del índice de precios son muy inciertas. Finalmente, la inflación es un fenómeno muy poco conocido, tanto a nivel macroeconómico como microeconómico. Por ello, hacer previsiones sobre su comportamiento ha sido notoriamente difícil, incluso en épocas más normales.

Hay que considerar que el entorno en el que nos

LOS PERIODOS ANTERIORES EN LOS QUE LAS VALORACIONES DE LOS BONOS FRENTA A LA RENTA VARIABLE FUERON MÁS ATRACTIVAS, SE PRODUJERON GENERALMENTE EN LA CÚSPIDE DE LOS MERCADOS ALCISTAS DE RENTA VARIABLE.

encontramos es altamente anormal. Está claro que las economías continúan bajo los efectos de la pandemia y los confinamientos gubernamentales que se derivaron de esa situación. En tal escenario, los consumidores se vieron obligados a encerrarse en sus casas durante meses, por lo que no pudieron consumir servicios locales como salir a cenar o cortarse el pelo.

En los últimos años, se ha producido un enorme desplazamiento del consumo de bienes hacia los servicios. Esto ha originado una importante demanda de trabajadores en sectores como el ocio y la hostelería. Al mismo tiempo, la oferta de trabajadores en tales ámbitos parece haber disminuido. Tal vez, los empleados han podido aprovechar los estímulos de los gobiernos para jubilarse anticipadamente, quizá la gente ya no esté dispuesta a ponerse cara al público después de haber sufrido tan recientemente una pandemia vírica. No conocemos las respuestas, pero los efectos han sido claros. Se ha producido un aumento significativo de

la demanda de trabajadores del sector servicios en un momento en que la oferta de este tipo parece escasa y ello ha producido un aumento de los salarios. A primera vista, esto es positivo, ya que ayuda a suavizar el golpe del aumento de los precios de los alimentos, el combustible y la energía, pero también inconvenientes. El aumento salarial de una persona implica un incremento de la base de costes de una empresa, y si se trasladan a los consumidores a través de los precios, entonces estamos ante el inicio de una espiral de precios y salarios; justo el efecto que se buscaba evitar con el diseño de los bancos centrales modernos.

Si los salarios y los precios siguieran retroalimentándose en un mercado laboral fuerte, los bancos centrales se verían obligados a responder. Los tipos seguirían subiendo, las economías se verían afectadas por un nuevo obstáculo, las previsiones de beneficios de la renta variable disminuirían y los múltiplos de las acciones se contraerían. La situación tendría todas las características de un agresivo episodio de aversión



Cuidado con las 'trampas de valor'



→ Las valoraciones

de la deuda corporativa de los mercados emergentes también son muy atractivas y pensamos que los rendimientos actuales ofrecen una compensación más que suficiente. Si miramos a este activo

es importante fijarse en que la ratio de apalancamiento de las empresas de estos mercados es entre 1 y 2 veces inferior a las de los desarrollados.

→ Los inversores cuentan con otros aspectos positivos. Desde el punto de vista técnico, la oferta es muy favorable. JP Morgan espera que 2023 sea la primera vez que la clase de activos de bonos corporativos de mercados emergentes

se reduzca en más de una década.

→ Por último, merece la pena citar que hay ciertas características estructurales que también apoyan el interés de la deuda emergente. Si se compara con el universo de la renta fija mundial, los bonos corporativos emergentes tienden a tener una duración relativamente menor. → En resumen, podríamos decir que, aunque creemos

que el equilibrio general entre riesgo y rentabilidad es bueno para la clase de activos de renta fija privada emergente, también pensamos que el actual entorno macroeconómico refuerza la necesidad de ser muy cautelosos y selectivos a la hora de invertir. Hay que recordar que esto se debe a que la eficacia en la selección de crédito es aún más importante en condiciones

financieras más restrictivas y en entornos de crecimiento más débil. Una de las principales preocupaciones de los inversores debería ser evitar las conocidas como 'trampas de valor'. Con esta expresión nos referimos a aquellos casos en los que los mayores rendimientos de los bonos no compensan realmente la totalidad de los riesgos. •

al riesgo. Por supuesto, los rendimientos a corto plazo aumentarían para reflejar el endurecimiento de la política monetaria. Sin embargo, los rendimientos a más largo plazo probablemente se verían respaldados por unas curvas de tipos más invertidas, un nuevo descenso de las previsiones de crecimiento y la necesidad de encontrar acomodo a los flujos de inversión en calidad procedentes de la caída de los mercados de renta variable. A primera vista, sería una mala noticia para los inversores en renta fija, pero podría acabar siendo una ventaja para los mercados de deuda, desde luego, en relación con los mercados de renta variable.

La conclusión es que, en definitiva, es difícil prever un desenlace que no implique recesión, aunque lo que resulta más incierto es el momento en que se producirá.

Si se produce un escenario recesivo y se le añade un descenso significativo de la inflación general, los

bancos centrales se podrían permitir ralentizar y, en última instancia, revertir las subidas de los tipos de interés. Si este contexto económico llega a producirse, esperamos recortes significativos de los tipos a finales de 2023 o principios de 2024. Pero, los mercados financieros son previsores, por lo que los inversores descontarán esas caídas antes de que lo confirmen los bancos centrales, lo que creará un entorno más propicio para los bonos.

CONSIDERAR LA VALORACIÓN DEL ACTIVO

También hay que tener en cuenta que las valoraciones de la renta fija parecen atractivas, si se comparan con los múltiplos con los que cotiza la bolsa.

En este escenario, es importante tener en cuenta que a la hora de invertir en cualquier activo hay que considerar las valoraciones, sobre todo, las relativas respecto a otros activos. Parece

que en estos momentos, y tras las turbulencias que afectaron a los mercados el pasado año, la renta fija no había estado tan barata desde la burbuja de las *puntocom* de principios de la década de los 2000.

Eso sí, estas métricas han de compararse con la valoración actual de la renta variable.

Mientras tanto, la Bolsa sigue esperando un futuro halagüeño y descuenta que los beneficios a medio plazo crecerán con unos múltiplos superiores a la media histórica. Potencialmente, es a la renta variable a la que le ha resultado más difícil deshacerse de los comportamientos aprendidos en el mundo del dinero fácil posterior a la crisis financiera mundial. La renta variable tiene margen para seguir cayendo. Históricamente, la caída máxima de las acciones en relación con los bonos, a partir de este tipo de comparación de valoración, podría oscilar entre el 25% y el 75%.

Los periodos anteriores en los que las valoraciones

de los bonos frente a la renta variable fueron tan atractivas, se produjeron generalmente en la cúspide de los mercados alcistas de renta variable. Consideramos que la renta variable sigue estando bastante cara, mientras que la renta fija está bastante barata. Los inversores a largo plazo y los asignadores de activos deberían empezar a actuar en consecuencia en 2023.

Así pues, si hemos acertado, cabe esperar que el crecimiento económico empiece una fase anémica, lo que debería traducirse en un descenso de la inflación y en políticas de los bancos centrales más favorables a los activos financieros.

Los inversores que se anticipen a estos cambios empezarán a abandonar la renta variable cíclica (y cara) para invertir en renta fija defensiva (y barata). Si todas estas condiciones se cumplen, deberían crear un periodo mucho más positivo para los inversores en renta fija. ●

Nuevos y recuperados fondos

El nuevo escenario está permitiendo que las gestoras relancen alguno de sus antiguos fondos de renta fija, cuyos resultados no han sido buenos en los últimos ejercicios pero que ofrecen buenas posibilidades de rentabilidad. Es también la ocasión para poner en el mercado nuevos fondos cuyas expectativas se ajustan a lo que, tradicionalmente, los inversores esperan de estos instrumentos. La información de los fondos ha sido requerida y elaborada por esta revista sin que tenga carácter oficial y comprometa tanto a los gestores como a las propias entidades ni a aquellas que pudieran comercializarlos.

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

Allianz Euro Credit SRI

ESTRATEGIA.

Se trata de una estrategia ISR (inversión socialmente responsable) de crédito europeo, que incorpora aspectos medioambientales, sociales y de buen gobierno en el proceso de construcción de cartera.

TEMÁTICA.

La generación de alfa descansa en una cuidadosa selección de emisores en base a un riguroso análisis.

EVOLUCIÓN.

El fondo clase IT EUR (LU1145633233) obtuvo una rentabilidad neta en el 2021 del -0,61% frente al índice de referencia del -0,97%. En el 2022, tuvo un resultado del -18,54% frente al índice de referencia del -13,47%.

- La volatilidad a 1 año fue del 12,83% (a fecha 31/01/2023).
- La volatilidad a 3 años fue del 10,43% (a fecha 31/10/2023).

CONTACTO.

María Castellanos.
C/Serrano, 49 - Madrid.
Tfno. +34 910 477 400.

COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

Threadneedle (Lux) European Social Bond

ESTRATEGIA.

Invierte en títulos de deuda con calificación investment grade (bonos de elevada calidad), que apoyan o financian iniciativas de desarrollo y actividades socialmente beneficiosas principalmente en Europa.

TEMÁTICA.

Promueve características ambientales o sociales en virtud del Artículo 8 del Reglamento de la UE 2019/2088 sobre SFDR.

EVOLUCIÓN.

Este producto está en la clase 2 de riesgo de 7, que es una clase de riesgo bajo, pero no impide la pérdida de dinero por la evolución del mercado o la imposibilidad de pago por parte de los emisores.

El pasado año obtuvo un resultado de -15,4%, similar al del índice (-14,5). Desde su lanzamiento, en mayo de 2017, ha tenido una rentabilidad anualizada de -6,5%, frente al -5,6% del índice.

CONTACTO.

Rubén García Páez, director Iberia & Latam.
C/ Rosas de Aravaca, 31. 28023 - Madrid. Tfno: 911 873 100.

EDMOND DE ROTHSCHILD AM

EdR Sicav Millesima World (31/05/2022)

ESTRATEGIA.

Gestionado por Alain Krief, es un fondo de renta fija internacional con vencimiento al 31.12.2028. Se trata, por tanto, de una cesta de bonos con vencimientos finales inferiores a la fecha de vencimiento del fondo, pero mantenidos hasta su vencimiento.

TEMÁTICA.

La cartera se invierte en bonos corporativos:

- de alto rendimiento en euros.
- de mercados emergentes con cobertura en euros (50% máx).

EVOLUCIÓN.

La estrategia se puso en marcha en mayo de 2022 con un periodo de comercialización hasta finales de mayo de 2023. Su objetivo de rendimiento es lograr una rentabilidad neta anualizada superior al 3,30% (participaciones A-EUR). Su rendimiento bruto a vencimiento el 31/01/2023 es del 5,6%. El rendimiento del fondo variará en función de las condiciones del mercado.

CONTACTO.

María García Fernández. EDRAM.
Paseo de la Castellana
55. 28046 - Madrid
m.garcia@edr.com
Tfno. +34 9 17 81 49 54.

FIDELITY INTERNATIONAL

Fidelity Funds Euro Short Term Bond

ESTRATEGIA.

Fondo de Renta Fija Corto Plazo Euro (Código ISIN: LU0267388220) que invierte en deuda pública y privada con una duración media que no exceda de los tres años.

TEMÁTICA.

El fondo invierte al menos el 70% de sus activos en títulos de deuda denominados en euros, y centra sus inversiones en títulos de deuda europeos con grado de inversión a tipo fijo y con un vencimiento efectivo inferior a cinco años. El fondo invierte como mínimo el 50% de sus activos en valores de emisores con características medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) favorables.

EVOLUCIÓN.

El fondo se lanzó en el año 2008 y cuenta en la actualidad con un patrimonio de 3.154 millones de euros (datos a 31/01/2023).

CONTACTO.

Toda la información disponible en la web:
www.fondosfidelity.es

JANUS HENDERSON

Janus Henderson Horizon Euro Corporate Bond Fund

ESTRATEGIA.

Busca proporcionar una rentabilidad total superior a la generada por el índice iBoxx Euro Corporates a lo largo de un ciclo de mercado, invirtiendo principalmente en bonos corporativos con calificación de grado de inversión denominados en euros. La filosofía de inversión se basa en la selección de valores corporativos, la diversificación y la búsqueda del precio adecuado para el riesgo. Ello proporciona una base que contribuye a los puntos fuertes clave: el equipo, el proceso disciplinado y enfoque holístico de la gestión del riesgo.

TEMÁTICA.

Aspira a obtener una rentabilidad superior en todos los mercados. Dado que la selección de títulos es uno de los principales motores de la generación de alfa esperada, es más probable que el fondo obtenga mejores resultados cuando hay mayores niveles de dispersión entre los créditos y, por tanto, un mayor volumen de oportunidades disponibles a precios erróneos. También es probable que el fondo supere al índice de referencia cuando los niveles de oferta y las primas de las nuevas emisiones sean elevados.

RENTABILIDAD.

El fondo ha superado a su índice de referencia desde su creación, así como a 3 y 5 años, lo que demuestra su capacidad para ajustar dinámicamente el posicionamiento a los cambios del ciclo.

CONTACTO.

Janus Henderson Investors
Iberia. Paseo de la Castellana
95, planta 10. 28046 Madrid.
janushendersoniberiateam@
janushenderson.com

SCHRODER IM

Schroder ISF EURO Corporate Bond (2000)

ESTRATEGIA.

Fondo con más de 20 años de historia que invierte en crédito denominado en euros, fundamentalmente con grado de inversión y europeo, aunque con cierta flexibilidad geográfica y de calidad crediticia.

TEMÁTICA.

Gestionado por Patrick Vogel y un equipo de más de 100 analistas que integra la sostenibilidad en su proceso (Art 8 SFDR).

EVOLUCIÓN.

El fondo* sube un 3% en lo que va de año (31.01.2023) y perdió un 16% en 2022. Datos correspondientes a la clase C en euros.

CONTACTO.

Inés del Molino.
Ines.delmolino@schroders.com

WELLINGTON MANAGEMENT

Wellington Euro High Yield Bond Fund (2019)

ESTRATEGIA.

Fondo de gestión activa, lanzado en 2019 y liderado por el experimentado gestor Konstantin Leidman. Usa un enfoque diferenciado basado en el análisis fundamental del crédito mientras busca aprovechar oportunidades en áreas desfavorecidas del mercado. Proceso de inversión probado y repetible de un equipo con experiencia en múltiples ciclos de mercado aprovechando la plataforma Global Research de Wellington.

EVOLUCIÓN.

A 31 de enero de 2023, obtuvo una rentabilidad de un 9,5% (neta de comisiones, clase de acciones EUR S Accumulation: IE00BJRHVH04) vs. al 2,3% del ICE BofA Euro High Yield Constrained. Actualmente, se sitúa en el 2º percentil de la categoría Morningstar Euro High Yield Bond durante el mismo periodo. En 2022, Citywire España concedió el premio Best Fund Manager y Best Fund Group en la categoría Euro High Yield Bond a Konstantin Leidman y Wellington Management.

CONTACTO.

Andrés Pedreño, ventas
para Iberia en Wellington
Management.
Apedreno@wellington.com

XTB

iShares Core EUR Govt Bond UCITS ETF (Dist EUR)

TEMÁTICA.

Se trata de un fondo indexado de renta fija (ISIN: IE00B4WXJ64). El fondo ofrece exposición al mercado de renta fija pública.

ESTRATEGIA.

Está referenciado en todo momento a los índices de renta fija de la Unión Europea. El instrumento tiene sus mayores participaciones en deuda pública del gobierno de Francia. La gran mayoría de bonos que forman este fondo tienen vencimientos entre 2 y 5 años aunque también existe una parte más pequeña con vencimientos más lejanos. En cuanto a calificación de los bonos, el 60% de los títulos son AAA o AA. El resto son de niveles crediticios más bajos, repartido entre las categorías A y BBB.

EVOLUCIÓN.

Al igual que el resto de los índices de su categoría, el fondo tuvo en el 2022 su peor ejercicio. La subida de tipos de interés y el consecuente mal desempeño de 2022 ha hecho que el fondo se encuentre en niveles muy próximos a los que había tocado hace 10 años. La debacle de 2022, con caídas del 18% hace que la rentabilidad anualizada no supere el 1% desde 2013 con claras posibilidades de recuperación.

CONTACTO.

XTB es uno de los mayores Brokers cotizados de Acciones, ETF's y Derivados.
Calle Orense, 34 6º planta, 28080 Madrid. Tfno. +34 915 706 705.
www.xtb.com/es
Email: sales@xtb.es

Por **Carlos Azuaga.**



Los activos de renta fija deben estar siempre presentes en cualquier cartera?

En nuestra opinión, la renta fija debe ser siempre un componente de cualquier cartera: para protección, diversificación y descorrelación. Esto es especialmente cierto hoy en día, ya que estos factores están más presentes en la renta fija que en la última década. Suponen un colchón ante la subida de tipos y, además, permite a los bancos centrales contar con las herramientas para hacer frente a una posible desaceleración económica o recesión en el futuro.

¿Es difícil para los ahorradores comprender el papel de los activos de renta fija con una educación financiera todavía débil?

No creo que sea demasiado difícil. La educación financiera ha mejorado mucho en los últimos años gracias a instituciones como EFPA, que se encarga de formar profesionales; y estos, a su vez, capacitan al cliente final. El problema es que hemos vivido el peor año para la renta fija en décadas, y es algo que todos tenemos que entender y explicarnos unos a otros.

¿Cómo puede hacer frente un gestor de fondos, especializado en renta fija, a una caída tan grande de la renta fija en un año?

Este fue un evento único. No solo tuvimos una de las mayores y más rápidas alzas de tipos en la historia, sino que esto ocurrió desde un entorno de tipos de interés cero. Por lo tanto, el aumento de los tipos tuvo un impacto en los precios, pero sin el colchón para proteger a los inversores. Nuestra forma de lidiar con esto ha sido a través de una gestión activa y muy flexible.

Nuestro objetivo principal ha sido evitar la consolidación de pérdidas, invirtiendo en sectores y bonos que pueden verse afectados por la volatilidad, pero, también, con más probabilidades de evitar los incumplimientos, lo que juega con nuestra filosofía de “doblar y no romper”. Nuestra principal preocupación ha sido (y sigue siendo) la gestión efectiva del riesgo y estar enfocados en sectores de mayor calidad, que ofrecen buenos rendimientos a nuestros clientes evitando riesgos asimétricos.



**JUANMA
JIMÉNEZ**

[HEAD OF PIMCO IBERIA]

“Debemos atenernos a nuestro nivel adecuado de riesgo y no tratar de perseguir retornos”

¿Esperaban que el atractivo de los activos de renta fija disminuyera en un período de tiempo tan corto?

No creo que nadie lo esperara pero, por supuesto, hay otra cara de esto, que es la corrección muy rápida y única que hemos experimentado. Lo bueno es que, a partir de ahora, nos encontramos en un entorno más atractivo para la renta fija, que vuelve a desempeñar su papel tradicional de generación de renta de calidad, descorrelación y preservación del capital.

¿Qué lecciones debemos extraer de lo que ha sucedido en los últimos años?

Hay muchas lecciones que aprender, desde el punto de vista de los gestores, asesores y clientes. Pero, las más importantes son que siempre debemos atenemos a nuestro nivel adecuado de riesgo y no debemos tratar de perseguir retornos.

El principal problema de 2022 fue que, en muchos casos, las inversiones se centraron en maximizar la rentabilidad y olvidaron lo más importante, que es la gestión de riesgos. Era la tormenta perfecta y no había dónde esconderse en un entorno así, donde todo estaba correlacionado. Pero, en muchos casos, algunos inversores asumieron más riesgos de los que deberían tener en la búsqueda de rendimientos. Esto se vio agravado por la salida de muchos inversores de la renta fija en el peor momento y la consolidación de las pérdidas.

Como especialistas en renta fija, PIMCO siempre lo ha tenido muy claro: en renta fija, siempre ayuda pensar en el largo plazo y considerar la gestión de riesgos.

¿Hay alguna clase de activos de renta fija sobre la que ahora deberíamos ser más cautelosos?

Si bien partimos de la base de una recesión económica modesta y una inflación moderada, es importante analizar una amplia gama de escenarios posibles y unos rendimientos de los precios de los activos en esos escenarios. Cualquier recesión podría desafiar aún más los activos con más riesgo, como las acciones y el crédito corporativo de menor calidad. Pero creemos que la evolución de los mercados financieros en 2022 ha mejorado las perspectivas de rentabilidad en otros activos, especialmente en los bonos. Nos estamos

centrando en sectores de renta fija de alta calidad que ofrecen rendimientos más atractivos que en los últimos años.

En nuestro marco de círculos concéntricos, donde el riesgo aumenta hacia los anillos exteriores, estamos priorizando para 2023 las inversiones más cercanas al núcleo. En lugar de asumir mayores riesgos para perseguir rendimientos crecientes, estamos tratando de hacer que las carteras sean resistentes, apuntando a inversiones que deberían ser capaces de soportar incluso una recesión más significativa. En otras palabras, esperamos una recesión leve, pero nos preparamos en caso de algo más profundo.

Los activos de renta fija de China no han sido tan atractivos como antes. ¿Cree que la apertura de su economía cambiará las expectativas?

Creemos que el crecimiento económico en muchos mercados asiáticos seguirá siendo resistente en 2023 a medida que continúe la recuperación del COVID. Creemos que la reapertura de China, más rápida de lo esperado, que comenzó con el final de su estrategia de COVID Cero a principios de diciembre, también puede impulsar las economías mundiales y regionales. Somos constructivos sobre la recuperación de China en 2023 porque sus ciclos económicos tienden a estar impulsados por políticas y la agenda económica de China se centrará en una cosa este año: el crecimiento. La reapertura de China y su enfoque de crecimiento han ayudado a mejorar las perspectivas para la región, y especialmente para las naciones que tienen vínculos económicos más fuertes con China. Sin embargo, la gestión rigurosa del riesgo y la cuidadosa selección de valores serán cruciales para los inversores en la región.

Los efectos del COVID han llevado a un aumento de la deuda. ¿Esto pone en riesgo la deuda soberana?

Obviamente, cuanto más endeudado está un país, mayor es el riesgo y los problemas de refinanciación, pero si hay algo positivo de la inflación, es que ayuda a reducir la deuda de un país. No vemos un problema a corto plazo en las principales economías. Los países son muy conscientes de esto y se están centrando en resolverlo y aumentar sus ingresos. ●

2022, un año para recordar que la renta fija no lo es tanto

VÍCTOR ALVARGONZÁLEZ.*

Para la gente de mi generación, la primera indicación de que la renta fija no es tan fija se produjo cuando en un periodo relativamente corto de tiempo se juntaron la crisis del euro y la crisis financiera global. Dos indicaciones, una en cada mejilla.

Para ponernos en situación, recordemos la palabra mágica: prima de riesgo. Cada vez que subía la prima, bajaba el precio de los bonos. Y nos recordaba que esos fondos llamados de renta fija también pueden perder valor. La renta fija lo es, sin duda, pero lo es la "renta", cupón o tipo de interés que pagan esos bonos, no el valor de los bonos en el tiempo que están vigentes.

Me explico. Cuando compras un bono te garantiza que te va a pagar una cantidad de dinero fija todos los años. Y si el bono lo emite un Estado o una empresa solvente eso es exactamente lo que va a ocurrir. El problema es que, durante los años de vigencia de ese bono y hasta su amortización, el valor de mercado de dicho bono puede oscilar.

Supongamos que hace un año compramos un bono del Estado español que pagaba por aquel entonces un cupón (tipo de interés) del 1%. Pero como la inflación ha aumentado de forma espectacular, ahora un bono con un vencimiento similar, es decir, a largo plazo, paga un 3,75%. Nuestro bono ofrece un tipo de interés casi cuatro veces inferior al que se paga ahora en el mercado. Hablando en plata, nuestro bono vale menos. Ha sufrido una minusvalía. Y si queremos venderlo nos pagarán menos de lo que pusimos. Por eso, se dice que existe una relación inversamente proporcional entre el tipo de interés de los bonos y el precio de los mismos. Si suben los tipos de interés de los bonos, baja el precio. Es lo que ha pasado en 2022 que, como con las vacunas, nos sirve de recordatorio de que la renta fija no es tan fija.

Y como hoy en día la mayoría de los bonos se compran a través de fondos de inversión o fondos de



pensiones, se nota todavía más, porque si los bonos que tiene en cartera un fondo de inversión pierden valor, eso se traslada inmediatamente a la valoración del fondo. La inversa es igualmente válida: si dentro de uno o dos años bajara la inflación, bajarían también los tipos de interés de los bonos, subiría el precio y subiría el valor de los fondos de inversión de renta fija. Excepto, por cierto, los que están vendiendo ahora los bancos, que, al ser a vencimiento, se perderían esa plusvalía temporal.

Para entender cómo hay que invertir en fondos de renta fija hay que hacer justo lo contrario que se hace cuando se contrata de forma inteligente un crédito hipotecario.

Quien está bien asesorado compra un bono o un fondo de inversión de renta fija cuando los tipos son muy altos, porque lo que quiere es garantizarse un cupón muy elevado – una buena renta – y una plusvalía el día que bajen los tipos de interés. De forma inversa a la que se debe aplicar cuando se piensa en términos de pedir un préstamo hipotecario.

Como también ha aprendido mucha gente recientemente, cuando los tipos son muy bajos lo que hay que hacer es pedir un crédito a tipo fijo y, cuando los tipos son muy altos, pedirlo a tipo variable (con la esperanza de que bajen). Pues aquí lo mismo, pero al revés: tipos altos, nos plantamos, como en el juego de las siete y media o el *black jack*. Tipos bajos, invertimos en plazos cortos –letras, fondos monetarios, renta fija de corto plazo –a la espera de que suban y podamos plantarnos y garantizarnos una buena renta. ●

(*) SOCIO-FUNDADOR DE NEXTEP FINANCE.



EDMOND
DE ROTHSCHILD

EDR SICAV MILLESIMA WORLD 2028



SENSIBILIDAD LIMITADA

Los fondos con vencimiento, si se mantienen hasta dicha fecha, tienen una sensibilidad limitada a cualquier subida de los tipos de interés. Pese a un entorno de tipos de interés bajos, la visibilidad de la política de los bancos centrales es reducida.



PERFIL RIESGO/ REMUNERACIÓN

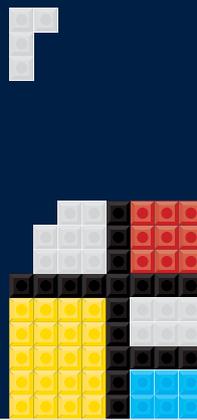
Los emisores de bonos corporativos tienen fundamentales sólidos, pero actualmente ofrecen una prima de riesgo importante.



THINK GLOBAL, ACT LOCAL

Las diferentes tendencias económicas del mundo ofrecen oportunidades de inversión, tanto en los países desarrollados como en las zonas emergentes.

EL TIEMPO DA LA RAZÓN A LOS PIONEROS



Menor riesgo: Remuneración potencialmente inferior 1 2 3 4 5 6 7 Mayor riesgo: Remuneración potencialmente superior

condiciones de mercado. 2. SFDR: (UE) 2019/2088 Reglamento ("SFDR") establece las obligaciones de información y transparencia de las gestoras en función de la categoría de fondos (artículos 6, 8, 9). El objetivo es aclarar la gestión realmente implementada y, a largo plazo, poner fin al greenwashing. El artículo 6 se refiere a los fondos que no incorporan ninguna forma de sostenibilidad en el proceso de inversión. Artículo 8: Fondos que promueven características medioambientales y sociales. Artículo 9: Fondos con un objetivo de inversión sostenible. La política de inversión de un fondo puede variar con el tiempo y, por lo tanto, también puede hacerlo su clasificación SFDR. **Principales riesgos del fondo:** La definición de la categoría de riesgo y remuneración se basa en los datos de rentabilidad histórica y/o en el límite de riesgo indicado en la política de inversión del subfondo. Puede no constituir un indicador fiable del perfil de riesgo futuro del subfondo. La categoría de riesgo y remuneración presentada puede variar a lo largo del tiempo. La categoría 1 no implica una inversión libre de riesgo. Los riesgos descritos a continuación no son limitativos: los inversores deberán analizar el riesgo inherente a cada inversión y forjarse su propia opinión. **Riesgo de pérdida de capital, riesgo de crédito asociado a la inversión en valores especulativos, riesgo de tipos de interés, riesgo vinculado a la inversión en los mercados emergentes.** Enero de 2023. El número de la CNMV de Edmond de Rothschild SICAV es n.1579. Para obtener más detalles e información sobre el fondo, consulte el folleto del fondo, los estatutos y los informes financieros, que están disponibles en cualquier distribuidor autorizado o de la CNMV. Edmond de Rothschild Asset Management tiene una sucursal española registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") bajo el n. 47, con domicilio social en Paseo de la Castellana, 55 - 28046 Madrid. El presente documento carece de carácter contractual. Este documento tiene una finalidad exclusivamente informativa. Nota: El presente documento ha sido publicado por Edmond de Rothschild Asset Management (France). Este documento carece de valor contractual y se ha diseñado exclusivamente a efectos informativos. Queda estrictamente prohibida toda reproducción o uso total o parcial de su contenido sin la autorización del Grupo Edmond de Rothschild. La información contenida en este documento no puede asimilarse a una oferta o solicitud de transacción en un país o territorio en el que dicha oferta o solicitud sea ilegal o donde la persona a la que vaya dirigida tal oferta o solicitud no esté autorizada a responder a la misma. Este documento no constituye y no debe interpretarse como un asesoramiento de inversión, fiscal o jurídico, ni como una recomendación de compra, venta o mantenimiento de una inversión. EdRAM no asumirá responsabilidad alguna por las decisiones de inversión o desinversión adoptadas sobre la base de la información que figura en el presente documento. Este documento no ha sido revisado ni aprobado por un regulador de algún país o territorio. La normativa sobre el modo de comercialización de un OIC varía en función de los países. Los OIC presentados pueden no estar autorizados para su comercialización en su país de residencia. Si alberga la menor duda sobre su capacidad de suscripción en este OIC, le invitamos a consultar con su asesor habitual. Las cifras, comentarios, proyecciones y demás elementos incluidos en esta presentación reflejan la opinión de EdRAM sobre los mercados y su evolución, habida cuenta del contexto económico y de la información disponible en tal fecha. Estos pueden no resultar pertinentes en la fecha en que el inversor tenga acceso a ellos. Por tanto, EdRAM no asumirá responsabilidad alguna respecto de la calidad o la exactitud de la información y datos económicos procedentes de terceros. Toda inversión conlleva riesgos específicos. Así, se recomienda al inversor que se asegure de la adecuación de cualquier inversión a su situación personal recurriendo, si procede, a asesoramiento independiente. Además, deberá consultar el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI/KIID) y/o cualquier otro documento requerido por la normativa local, facilitado con anterioridad a cualquier suscripción y disponible en la web <http://funds.edram.com> o de manera gratuita previa solicitud. Las rentabilidades y la volatilidad pasadas no garantizan rentabilidades ni volatilidad futuras y no son constantes en el tiempo. Concretamente, pueden verse afectadas independientemente por la evolución de los tipos de cambio. Los datos de rentabilidad no tienen en cuenta las comisiones y los gastos originados en la emisión y reembolso de participaciones o acciones del OIC. "Edmond de Rothschild Asset Management" o "EdRAM" son los nombres comerciales de las entidades de gestión de activos (incluidas las filiales y entidades afiliadas) del Grupo Edmond de Rothschild. Este nombre hace referencia asimismo a la división de Asset Management del Grupo Edmond de Rothschild.

Un fondo de renta fija con fecha de vencimiento, invertido en una selección de bonos corporativos

- ▶ **6.2 % de rentabilidad anualizada¹** (bruto de gastos de gestión)
- ▶ Vencimiento fijo: **Diciembre de 2028**
- ▶ **8 gestores/analistas especializados**
- ▶ Clasificación **SFDR² Artículo 8**
- ▶ Exposición a bonos corporativos de **alto rendimiento de los países desarrollados y emergentes**
- ▶ **Exposición al riesgo de pérdida de capital y al riesgo crediticio**

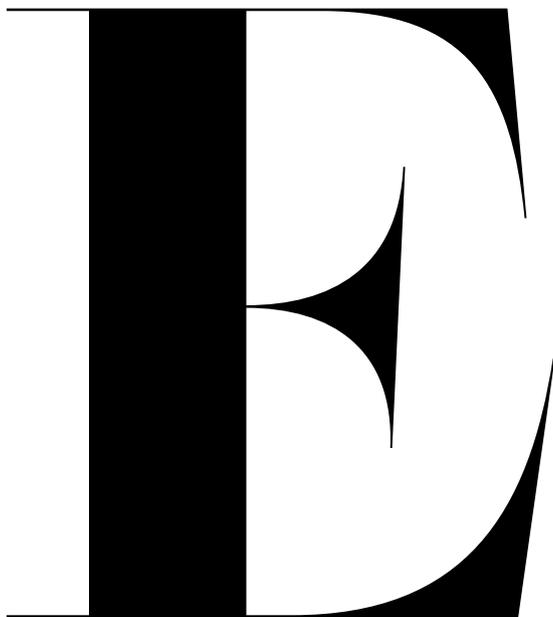
1. Fuente: Edmond de Rothschild Asset Management. Rentabilidad a vencimiento del fondo el 29.12.2022. El rendimiento del fondo evolucionará en función de las condiciones de mercado.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)
47 rue du Faubourg St-Honoré / FR - 75401 Paris Cedex 08
Sociedad anónima (*Société Anonyme*) con Consejo de administración y de supervisión, con un capital de 11 033 769 euros - Número de autorización de la AMF GP 04000015 - 332 652 536 Registro Mercantil de París
www.edmond-de-rothschild.com



El gran vertebrador de datos de la democracia española

El Instituto Nacional de Estadística (INE) es uno de los organismos más conocidos y al que la sociedad recurre para alimentar su necesidad continua de información. Juega un papel clave para el fomento de la transparencia institucional y es garante de la calidad de datos públicos y privados, esenciales en cualquier sociedad democrática. Por **JOSÉ EMILIO CHAO**.



Es el principal productor de datos estadísticos en España y cuenta con una notoriedad y un papel cada vez de mayor importancia en el sistema estadístico internacional. No en vano, tiene a su cargo labores muy diversas que van desde la coordinación de los padrones municipales a la formación del censo electoral.

Con casi 80 años de vida a sus espaldas, el Instituto Nacional de Estadística (INE), creado en 1945, tiene la ambiciosa misión de proporcionar datos de calidad a la sociedad de la manera más transparente e imparcial posible, de modo que se potencie la toma de decisiones sensibles a todos los niveles. Su inmediato antecesor fue el Instituto Geográfico y Estadístico, creado en 1870.

Desde el punto de vista organizativo, la entidad cuenta con una presidenta, **Elena Manzanera**, además de con tres direcciones generales: la de Planificación Estadística y Procesos, que lidera **Carlos J. Ballano**; la de Estadísticas de Población, comandada por **Antonio J. Argüeso**; y la de Estadísticas Económicas, con **Alfredo Cristóbal** al frente. Además, hay que sumar la Oficina del Censo Electoral, que **encabeza Ana Jurado**; el Gabinete de la Presidencia, a cargo de **Miguel Ángel de Castro**; y el Departamento de Cuentas Nacionales, que gestiona **María Antonia Martínez**.

Funciones principales

Administrativamente, el INE es un organismo autónomo adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, cuyos cometidos nucleares se encuentran definidos en la Ley 12/1989, de 9 de mayo. En este texto, se define como su misión esencial la de elaborar estadísticas públicas sobre la situación y evolución de la población, la economía y



la sociedad en España, exponiendo de forma gratuita los resultados de sus trabajos en su página web.

De acuerdo a sus propias cifras, este organismo cuenta con más de 4.000 colaboradores, de los que alrededor de 700 disponen de un perfil técnico y pertenecen a los cuerpos estadísticos del Estado. Junto a ellos, se encuentran también los encuestadores e inspectores de encuestas, que son personal especializado en los trabajos de recogida de la información, y que operan en alguna de las 52 delegaciones provinciales del INE que existen.

Cómo se organiza la información

El INE organiza las estadísticas que desarrolla en tres grupos temáticos: las cuentas nacionales y empleo (que incluyen estadísticas del mercado laboral y de las cuentas económicas, como la tasa de paro o el producto interior bruto), las estadísticas a empresas (donde se encuentran indicadores coyunturales, como el IPC, e información estructural sobre los diferentes sectores de actividad) y estadísticas de temática sociodemográfica (destacando los censos de población o las estadísticas sobre condiciones de vida).

Cada mes, la página web del INE recibe alrededor de 12 millones de visitas y cerca de 9.000 consultas telefónicas. Por su parte, emite en torno a 1.500 documentos sobre el IPC, publicando anualmente unas 300 notas de prensa con sus principales conclusiones. ●

Estrecha vinculación con otras instituciones públicas

✳ **LA FUNCIÓN ESTADÍSTICA PÚBLICA** en la Administración del Estado está encomendada al INE, a las unidades de los departamentos ministeriales y al Consejo Superior de Estadística. La norma que lo regula establece entre las funciones nucleares del INE la supervisión de los servicios estadísticos, la elaboración de censos generales y grandes encuestas, o las estadísticas demográficas y sociales.

✳ **EL INE EST TAMBIÉN RESPONSABLE** de formular el Plan Estadístico Nacional, principal instrumento de coordinación y planificación del sistema estadístico. Como coordinador del Sistema Estadístico y productor de estadísticas, colabora con otros organismos oficiales productores de estadísticas, como los Ministerios, el Banco de España o las oficinas regionales de estadística. En este papel, el INE coordina la actividad de órganos colegiados con importantes competencias, como el Consejo Superior de Estadística, la Comisión Interministerial de Estadística y el Comité Interterritorial de Estadística.

✳ **ASIMISMO**, forma parte, particularmente activa, del Sistema Estadístico Europeo que, junto con la oficina estadística europea Eurostat y el resto de los Estados miembros, tiene la responsabilidad de elaborar las normas y estándares que determinan las metodologías estadísticas. ✳



Cómo califica sus primeros meses al frente del INE? ¿Qué diferencias

hay con respecto al Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía (IECA)?

Acceder a la presidencia del INE es un reto personal y profesional. Toda mi carrera la he desarrollado en el ámbito de la estadística pública, primero en el Instituto de Estadística y Cartografía de Andalucía (IECA), y ahora en el INE. Y, aunque ambos organismos comparten como principal misión la producción estadística, las competencias y el papel que juega el INE en el sistema estadístico nacional y europeo abarcan algunos aspectos clave, como la gestión del Censo Electoral y su implicación en los procesos electorales.

Durante estos primeros meses, tras el aterrizaje y asunción de mis nuevas responsabilidades, he podido familiarizarme con el personal técnico, aunque ya había colaborado con muchos de ellos y considero que son el gran activo del INE.

Usted tiene un perfil técnico y toda su vida ha estado relacionada con la estadística. ¿Qué significa esta disciplina para usted?

Mi formación es en economía, aunque siempre me ha atraído la econometría y el análisis económico. Nada más acabar mis estudios universitarios, se creó el IECA y, al poco, me incorporé a su plantilla. Mi actividad profesional la he desempeñado en la estadística oficial, trabajando en ámbitos como la recogida de información, la producción y difusión estadística, la gestión y coordinación, así como el aprovechamiento de las técnicas estadísticas y su aplicación al análisis económico.

La estadística oficial es un bien público y, entre sus valores, figura el de aportar los datos y el conocimiento



Elena Manzanera Díaz

PRESIDENTA DEL INE



La estadística oficial es un bien público. Aporta conocimiento a la sociedad para tomar mejores decisiones.



necesario para que los distintos agentes de la sociedad puedan adoptar las mejores decisiones.

¿Cuáles son los retos a los que se enfrenta el INE a corto y a medio plazo?

Los retos a los que se enfrenta el INE y, en general, toda la estadística oficial, son similares a los que se enfrenta el conjunto de la sociedad, y giran en torno al proceso de digitalización.

En una sociedad como la actual que cambia de forma muy rápida, cada vez se demandan más datos, más próximos en el tiempo y con mayor nivel de detalle. Para generar esta información, las nuevas tecnologías nos ayudan a optimizar y acelerar nuestros procesos. Pero, también nos permiten investigar nuevas fuentes de información que abren nuevas posibilidades y que, en caso de que cumplan con los requisitos de calidad que exige la estadística oficial, se pueden incorporar a nuestra producción.

¿Cómo cree que valora la sociedad el papel del INE?

Creo que el INE y las estadísticas oficiales son valoradas positivamente por la sociedad, reconocen el trabajo técnico, objetivo, riguroso y de calidad que desarrollan los profesionales dedicados a la estadística. El público y las empresas y administraciones usan de manera continuada la información del INE, y esto se pone de manifiesto en el volumen de accesos que tenemos en la web –más de 25 millones de accesos anuales– y en las peticiones de información que nos llegan.

En mi vertiente de usuaria de la estadística oficial siempre tuve en alta estima la calidad y fiabilidad de las estadísticas y los datos del INE, así como el carácter

técnico de su plantilla. Ahora, que estoy dentro de la organización, he podido comprobar la gran capacidad y profesionalidad de sus trabajadores.

Conviene recordar, por otra parte, que, como miembros del sistema estadístico europeo, la dinámica de mejora continua de los procesos se lleva a cabo de manera coordinada en todos los países miembros para garantizar la comparabilidad, objetividad y fiabilidad de las estadísticas.

¿Ha sabido responder el INE a los retos recientes sociales y económicos que hemos vivido?

En los últimos años, nos hemos enfrentado a situaciones inesperadas, como la pandemia, que han conmocionado nuestras vidas en el ámbito sanitario, económico y social. No obstante, gracias al trabajo del INE y de las oficinas de estadística en general, la estadística ha sabido responder, a pesar de las dificultades que ello entrañaba, a los retos de información planteados por esta situación. En parte, por el creciente proceso de digitalización, lo cual ha hecho más que evidente que el futuro camina hacia el aprovechamiento cada vez más intenso de esta digitalización y de las oportunidades, en fuentes de datos y nuevas tecnologías, que se derivan de ellas. ●

Importancia creciente de la digitalización

Según Elena Manzanera, "el INE tiene un importante papel en la digitalización, ya que es la institución donde reside el conocimiento de los datos de la Administración. Por ello, debemos liderar la innovación en el ámbito de los datos y su tratamiento". En esta línea, la institución está incorporando nuevas técnicas en la recogida de datos del IPC o del sector turístico, como el *web scrapping* (que consiste en captar automáticamente datos de las webs de las empresas) o el *scanner data* (en el que se aprovechan

los precios de los productos escaneados en la línea de cajas de empresas del comercio minorista). Desde el punto de vista de la producción, se está apostando por nuevas técnicas de inteligencia artificial y de machine learning para elaborar indicadores adelantados. El INE también está trabajando en el proyecto SISI-e (Sistema Integrado y Simplificado de Información de Empresas), que permitirá crear un canal de entrada para que las empresas reporten sus datos anuales una única vez y de forma electrónica. ●

¿Cómo ha influido la reciente crisis sanitaria en la organización estadística?

Lo primero que destacaría es la actitud de colaboración social que se produjo, tanto desde la parte de los informantes como de los trabajadores del INE, que permitió continuar con la producción habitual, sin que tuviera lugar ninguna cancelación en las publicaciones a causa de la pandemia.

Además, se puso de manifiesto la agilidad del sistema estadístico, que generó información específica necesaria para valorar la situación de emergencia. Como parte de esta nueva información, podemos mencionar:

- * El lanzamiento de la estadística experimental de la estimación del número de defunciones semanales durante el brote del COVID-19.

- * Inclusión de preguntas específicas en operaciones habituales, como la Encuesta de Población Activa (EPA). También se incluyó un módulo específico de opinión sobre el impacto del COVID-19 en el Indicador de Confianza Empresarial.



Carlos J. Ballano Fernández

DIRECTOR GENERAL DE PLANIFICACIÓN ESTADÍSTICA Y PROCESOS

“
El INE generó información necesaria para valorar la situación de emergencia en la pandemia.
”

- * Estudios de movilidad de la población.
- * La colaboración entre diferentes unidades de la Administración, como en el caso de la Encuesta Sero-Epidemiológica de la Infección por Sars-Cov2 promovida por el Ministerio de Sanidad y el Instituto de Salud Carlos III.

¿Qué ámbitos de mejora existen de en el futuro?

La pandemia tuvo un importante efecto de cambios súbitos en los comportamientos sociales, tanto de los hogares como de las empresas. A la vez, se precisaba de información para la toma de decisiones con una frecuencia para la que no está preparada la estadística oficial, que se centra más en procedimientos estandarizados y comparables.

Tenemos la necesidad de continuar mejorando e incorporar información administrativa y de fuentes externas en las operaciones estadísticas en las que esta información permite una mejora en los tiempos de difusión o en las desagregaciones temporales, espaciales o de otro tipo. ●

¿Cómo de relevante es la labor del INE para la sociedad?

El INE aporta multitud de datos que ayudan a conocer la realidad de la sociedad española desde distintos ámbitos. Ofrecemos información demográfica, que cada vez tiene mayor repercusión, sobre población, fecundidad, mortalidad o migraciones. En encuestas sociales, aportamos datos sobre condiciones de vida, presupuestos familiares, encuestas de salud o de discapacidad.

En el mercado de trabajo, la principal referencia es la EPA, que es la encuesta más grande que hace el INE de forma continua. Pero, tenemos muchas otras operaciones, como las encuestas de inserción educativo-formativa o las de costes laborales.

¿Es posible innovar en la recopilación de datos?

No es que sea posible innovar, es que es obligado y estamos inmersos en un proceso de renovación continuo. Hace 10 años, las encuestas eran las principales fuentes de datos. Hoy, tenemos infinidad

de fuentes nuevas a nuestro alcance, que han cambiado nuestra forma de hacer estadísticas y que lo seguirán haciendo aún más en el futuro.

En el ámbito demográfico, España se sitúa en una posición de liderazgo al haber hecho un censo de población y viviendas 2021 solo a partir de datos administrativos, y sin tener que enviar cuestionarios a los hogares. En el plano social, aprovechamos fuentes administrativas para ofrecer información como el Atlas de Distribución de Renta de los Hogares, que permite conocer las diferencias en renta. En 2020 y 2021, publicamos datos experimentales casi a diario sobre movilidad cotidiana de la población, a partir de la posición de los teléfonos móviles.

Estas nuevas fuentes de datos responden al paradigma en el que vivimos. Cada vez más, la información sobre la sociedad va a provenir de medios distintos a las encuestas. No obstante, las encuestas seguirán siendo necesarias en ciertos ámbitos. ●



Antonio J. Argüeso Jiménez

DIRECTOR GENERAL DE ESTADÍSTICA DE POBLACIÓN

“
Para nosotros es obligado innovar y estamos inmersos en un proceso de renovación continuo.
”



Alfredo Cristóbal Cristóbal

DIRECTOR GENERAL DE ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS

“
Queremos que los datos sean empleados para la investigación en beneficio del interés público.
”

De qué modo el INE puede ganar todavía una mayor notoriedad entre la población?

El INE es una institución conocida para la sociedad española, fundamentalmente por los indicadores económicos y sociales que difunde y que se hacen eco en los medios de comunicación.

Cuando los medios hablan del crecimiento de la economía o la tasa de inflación o el número de personas ocupadas en España, una gran parte de la sociedad sabe que el INE está detrás de ellos. Y, aunque muchos no conocen con detalle la forma de elaboración de esos indicadores, saben que detrás del nombre de la institución hay una plantilla de expertos con gran conocimiento en técnicas estadísticas, solvente y rigurosa.

Pero el INE es mucho más. Es el gestor y principal elaborador de estadísticas oficiales. Esto quiere decir que los datos que difunde, elaborados a través de las metodologías que aplica de forma

transparente, son veraces y, por lo tanto, pueden utilizarse en el discurso económico, social y para la elaboración de políticas, sin arrojar ningún atisbo de duda sobre ellos.

¿Cómo están mejorando su toma de datos entre la sociedad?

En un mundo en el que los ciudadanos realizan cada vez más operaciones electrónicas que quedan registradas en bases de datos, el acceso a esos grandes volúmenes de datos para elaborar estadísticas permitirá reducir el contacto directo con ellos. Además, los dispositivos electrónicos posibilitan registrar acciones de los ciudadanos sin una interacción directa. Además, debemos de ser capaces de permitir que los datos puedan ser empleados para la investigación científica en beneficio del interés público, bajo condiciones de estricta seguridad que garanticen la confidencialidad de la información. Así, los datos podrán ser utilizados para el diseño y análisis de políticas basadas en evidencias, en beneficio de la sociedad en su conjunto. ●



Test undécimo número de **asesores financieros** EFPA

Los miembros certificados de EFPA podrán computar dos horas de formación válidas para la recertificación EIA, EIP, EFA y EFP respondiendo a esta prueba. Para ello, es necesario contestar correctamente, de entre las tres posibilidades que se ofrecen, un mínimo de 12 de las 15 cuestiones del presente test. Para responder es preciso acceder a la intranet de EFPA España (www.efpa.es) con el usuario y contraseña. Una vez completada y superada la prueba se sumarán automáticamente en tu perfil las horas de formación.

1. ¿Cuál es el argumento principal de la Comisión Europea para plantearse la desaparición de las retrocesiones?

- A. Existía un compromiso desde la puesta en práctica de la MiFID II, en enero de 2018.
- B. La Comisión dice tener evidencias de que en el modelo de retrocesiones se venden productos más costosos a los inversores.
- C. Lo considera aconsejable a la vista de las experiencias de Holanda y el Reino Unido.

2. El nuevo Impuesto Temporal de Solidaridad de las Grandes Fortunas...

- A. Solo afecta al ejercicio de 2023.
- B. Afecta al ejercicio de 2023 y los siguientes hasta que se anule.
- C. Está limitado a los ejercicios de 2022 y 2023, pero se puede extender.

3. ¿Qué tipo de fincas son las que tienen ahora más atractivo al invertir en zonas rurales?

- A. Fincas de regadío de gran extensión, cultivos intensivos y plantaciones de leñosos, como el almendro o el pistacho.
- B. Fincas para cultivo de cereales y plantaciones de frutas y leñosos, como aguacates y pistachos.
- C. Fincas de regadío con cultivo intensivo de frutales.

4. En 2021 y 2022 fueron los dos ejercicios en los que se vendieron más fincas rústicas en España desde que estalló el 'ladrillo' en 2008. ¿Cuántas se vendieron?

- A. 180.000
- B. 260.000
- C. 320.000

5. ¿Cuáles son los tres principales acontecimientos financieros que se han producido en el último medio siglo, según ChatGPT?

- A. Crisis del petróleo (1973); Brexit (2016); Pandemia COVID (2020).
- B. Crisis del petróleo (1973); Crisis financiera de México (1994); Crisis financiera de Asia 1997-98).
- C. Crisis financiera global (2008); crisis en la Eurozona (2010/2012); Brexit (2016).

6. ¿Qué dice la Inteligencia Artificial (Chat/GPT) sobre el creciente protagonismo de la tecnología en el asesoramiento financiero?

- A. Que no significa un declive del asesoramiento humano, sino una mejor integración de las herramientas digitales que hará el asesoramiento más accesible.
- B. Que llegará un momento en el que los inversores optarán por un asesoramiento digital.
- C. Que los dos tipos de asesoramiento, digital y no digital, convivirán durante mucho tiempo.

7. ¿Cuáles son las causas por las que falló la supervisión que pudo evitar la crisis de las entidades financieras en España, según Aristóbul de Juan, quien fuera director general del Banco de España y jefe de Supervisión Bancaria?

- A. Por falta de experiencia en el tratamiento de las crisis de entidades financieras
- B. Por la autorregulación, falta de voluntad política y falta de formación.
- C. Por actuar demasiado tarde.

8. ¿En qué aspectos considera Aristóbul de Juan que debe ser reforzada la formación de los empleados de banca?

- A. En formación financiera y responsabilidad pública.
- B. En comunicación y transparencia.
- C. En riesgo, transparencia y responsabilidad pública.

9. ¿Dónde será posible encontrar claras oportunidades a partir de ahora en Renta fija, según los expertos?

- A. En bonos soberanos europeos.
- B. En bonos estadounidenses y de países emergentes.
- C. En países emergentes y créditos corporativos.

10. Respecto a la inversión en renta fija de españoles y europeos, ¿cuál es la respuesta correcta?

- A. El año pasado, los ahorradores españoles aportaron 19.000 millones de euros a fondos de renta fija (excluyendo a los monetarios). Los inversores europeos reembolsaron unos 115.000 millones de euros.
- B. En 2022, los españoles invirtieron en fondos de renta fija 62.000 millones de euros, una cifra semejante a los inversores europeos.
- C. El pasado año los ahorradores europeos aportaron 30.000 millones de euros a los fondos de renta fija, 5.000 millones más que los españoles.

11. ¿Cuál es la principal lección para gestores, asesores e inversores de lo sucedido en los últimos años en los mercados financieros, según Juanma Jiménez, responsable de PIMCO Iberia?

- A. Hay que mantener la estructura de la cartera a toda costa.
- B. Debemos atenernos a nuestro nivel adecuado de riesgo y no tratar de perseguir retornos.
- C. Los mercados dan suficientes señales para efectuar cambios en la cartera sin que sea demasiado tarde.

12. ¿Cómo fue Keynes como inversor, según el libro Keynes and the Market de Justin Walsh?

- A. Nunca adoptó estrategias especulativas.
- B. Como inversor utilizó siempre una estrategia especulativa.

- C. Comenzó con un enfoque especulativo pero luego se apoyó en una selección de valores específicos.

13. En su libro "El inversor inteligente", considerado como un libro obligatorio para todo asesor financiero, ¿cuál es la cualidad más importante para un inversor, según Ben Graham?

- A. Evitar el riesgo
- B. Asumir las pérdidas.
- C. Tener disciplina.

14. ¿Qué afirmación es la correcta respecto a las características de los Unit Linked?

- A. Garantizan una cobertura por fallecimiento del titular, pero no una rentabilidad mínima.
- B. Garantizan tanto una cobertura por fallecimiento como una rentabilidad mínima.
- C. No es un producto muy adecuado para la transmisión del patrimonio a los descendientes.

15. Según el Estudio (2021) sobre la Educación Financiera de los jóvenes españoles llevado a cabo por la CNMV, ¿qué porcentaje reconocía no tener suficientes conocimientos para gestionar sus finanzas personales?

- A. El 47%
- B. El 67%
- C. El 27%



Accede al test

BANCO EUROPEO DE INVERSIONES (BEI)

El brazo financiero para el desarrollo económico y social

El Banco Europeo de Inversiones es el encargado de financiar proyectos en unas condiciones ventajosas. Su actividad supone un pilar para las economías, y ha asumido un papel clave en la transición energética, el desarrollo tecnológico y la recuperación de la pandemia, especialmente en las pymes. España tiene representación en el organismo como Estado miembro de la UE. Por **BEATRIZ PÉREZ GALDÓN**.



La **Unión Europea** es símbolo de cohesión, acuerdo y compromiso. Inicialmente, se constituyó para perseguir unos objetivos económicos concretos en cada uno de los Estados miembros. Con el paso del tiempo, las finalidades se han ampliado a diferentes ámbitos de actuación política, como son en la actualidad la recuperación de los países tras la pandemia y la construcción de un mundo más sostenible y digitalizado, y a otras áreas de importancia como la seguridad, la justicia o la migración. Para conseguir las metas propuestas, la UE dispone de diferentes instituciones, como la Comisión, el Consejo o el Banco Central Europeo, y órganos como el Banco Europeo de Inversiones (BEI).

El BEI cuenta con una dilatada historia. Inició su andadura en 1958, un año después de los Tratados de Roma, que dieron origen a la Comunidad Económica Europea. Tiene su sede en Luxemburgo, es la mayor institución financiera multilateral del mundo y una de las principales entidades proveedoras de financiación en acción climática. Concede préstamos en condiciones favorables a proyectos de largo plazo y que son de alto interés; el 90% se destina a la región europea.

Los accionistas son los Estados miembros y la participación de cada uno de ellos es acorde a su peso económico en términos de PIB. España contribuye con el 11,27%.

El nuevo escenario de tipos de interés

El cambio de la política monetaria de los bancos centrales, con incremento de los tipos de interés para contener la inflación, tiene un importante impacto en la economía y en los mercados financieros. Con respecto al BEI, **Fernando Torija**, responsable del organismo en España, comenta que “se espera que los costes de financiación aumenten a un ritmo menor que el de otros intermediarios y actores financieros. En el BEI contamos con una clasificación AAA y nos beneficiamos de un balance de gran calidad y una estrategia de financiación a largo plazo para apoyar los proyectos. En este sentido, y en contextos anticíclicos, los mecanismos de apoyo para las empresas y todo tipo de entidades seguirán ofreciendo tarifas cada vez más competitivas, pero adaptadas al riesgo de sus planes”.



El Banco Europeo de Inversiones ofrece tres tipos de servicios principales:

■ **Préstamos directos.** Son créditos para inversiones elevadas, superiores a los 25 millones de euros. Se negocian directamente entre el BEI y el promotor del proyecto, y son por un plazo de entre 5 y 20 años, financiando hasta el 50% de la inversión, a un tipo de interés por debajo del de mercado.

■ **Préstamos a través de intermediarios financieros.** Para proyectos inferiores a 25 millones, el BEI tiene una línea que ofrece a través de otras entidades financieras. Está enfocado a desembolsos de más de 40.000 euros, y se puede llegar a financiar hasta el 100% e incluir parte del circulante. Instituciones públicas como el ICO o las sociedades públicas de promoción económica de las comunidades autónomas gestionan diversas líneas del organismo. →→→

Las Publicaciones, análisis y formación para todos los públicos



El Banco Europeo de Inversiones edita numerosas publicaciones a lo largo del año a las que se puede acceder a través de su página web. Se trata de resúmenes de actividad, estudios e investigaciones, ensayos y planes de actuación del organismo. En

2023, por ejemplo, ha dado a conocer su actividad en el pasado ejercicio, varios análisis como el problema medioambiental de los plásticos, y encuestas sobre inversión corporativa en países como España, donde examina las necesidades financieras de las empresas.

■ Por otro lado, cuenta con un departamento de investigación con 40 economistas, que desempeña un papel fundamental para las operaciones del BEI a través del análisis del contexto económico, el estudio de oportunidades de inversión

y los riesgos, ayudando a definir el posicionamiento, la estrategia y la política del organismo.

■ Asimismo, el BEI dedica un espacio para la formación online, produciendo contenido educativo, por ejemplo, para estudiantes de primaria

y profesores, donde explica de manera simple y clara qué es el cambio climático, qué lo causa y cómo se puede mitigar. Igualmente realiza cursos sobre diferentes temas como la inclusión financiera, o relacionados con regulación medioambiental. ✱

→→→ ■ Asesoramiento y asistencia técnica.

Proporciona ayuda en aspectos técnicos de los proyectos a fin de conseguir la máxima rentabilidad.

La diferencia que existe entre el BEI y otros organismos de similar actividad es que todos los proyectos financiados por este “contribuyen a uno o varios de los cuatro objetivos primordiales de su política pública: ciudades y regiones sostenibles; energía verde y recursos naturales; innovación, digitalización y capital humano, y financiación de pymes y *mid-caps* (compañías de tamaño mediano)”, detalla Torija.

Con una trayectoria tan dilatada como la del BEI, es evidente que ha pasado por un proceso de transformación. “Además de financiar proyectos de interés común, los objetivos iniciales incluían la movilización de capital para promover la cohesión de Europa y modernizar la economía; metas que siguen estando en el centro de la actividad del Banco -comenta Torija-. Igualmente ha reafirmado su papel de inversor anticíclico en contextos de incertidumbre, como en las etapas de crisis económica y financiera donde se requieren programas e instrumentos en apoyo del crecimiento y el empleo. Iniciativas como el Plan de Inversiones para Europa y su Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE o EFSI por sus siglas en inglés, y conocido como Plan Juncker) son un ejemplo”, añade.

Aunque el ámbito de actuación se centra en Europa, el BEI también ha traspasado fronteras; a los cuatro años de su constitución ya recibió autorización para ello. Este hecho marcó el

comienzo del alcance de las actividades en todo el mundo con el fin de apoyar a las economías emergentes y en desarrollo en Asia, África y Latinoamérica. Una muestra de las primeras financiaciones en estos ámbitos es la construcción de una nueva instalación de envasado para plátanos en Abiyán, Costa de Marfil.

De forma paralela, en 1994 se constituyó el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), cuyo principal accionista es el BEI, y que sirve para apoyar a las microempresas y pymes en su acceso a la financiación, con especial incidencia en la innovación, la investigación y el desarrollo, la sostenibilidad, el emprendimiento, el crecimiento y el empleo.

Medio ambiente

El cuidado del medio ambiente es otra de las áreas de actuación que ha ido ganando peso; tanto es así, que al BEI también se le conoce como el Banco del Clima. Su papel en esta área comenzó con la emisión de los primeros bonos verdes en el mundo en 2007: Climate Awareness Bond (CAB). Por otro lado, ha sido el primer prestamista multilateral en alinear sus operaciones con el Acuerdo de París. “En noviembre de 2020, el consejo de administración aprobó la Hoja de Ruta del Banco Climático con el fin de cumplir un ambicioso programa para apoyar inversiones por valor de un billón de euros en acción por el clima y sostenibilidad medioambiental hasta 2030, y destinar más del 50% de su financiación a las mismas prioridades hasta 2025. Entre sus medidas ha incluido la suspensión de todo préstamo a proyectos vinculados a combustibles fósiles no renovables”, apunta Fernando Torija.



FERNANDO TORIJA

[BEI España]

“Financiamos hasta un 50% del coste total y el 75% en iniciativas de gran valor para la sociedad. Esto deja un espacio para la inversión privada y otras instituciones públicas”.

El pasado año, surgió BEI Global, gestado con el fin de aumentar el impacto de su financiación en el ámbito del crecimiento de los países, ayudando a abordar los retos mundiales y a impulsar el crecimiento y las oportunidades en todos los continentes.

Las decisiones de concesión del préstamo y empréstito se toman en base a las características del proyecto y las oportunidades ofrecidas por los mercados financieros. “El BEI cuenta con un proceso de análisis riguroso de viabilidad técnica en todos los planes que financia, con una serie de criterios relevantes que deben cumplirse. Suele financiar hasta un 50% del coste total, pudiendo ser hasta un 75% en iniciativas de gran valor para la sociedad. Este máximo deja un espacio para que los proyectos puedan complementarse con financiación de inversores privados y otras instituciones financieras públicas”, explica Torija.

El papel de España

La actividad del BEI en España se inició en 1981 con la concesión de su primer préstamo global al Banco de Crédito Industrial para facilitar las inversiones industriales de pequeña o mediana envergadura en las regiones menos desarrolladas del país. La entrada como miembro del organismo se produjo en enero de 1986, coincidiendo con la adhesión a la Comunidad Europea.

En los 37 años de pertenencia, el BEI ha invertido más de 224.000 millones de euros a través de 1.302 iniciativas en España. “Es consistentemente uno de los mayores receptores de financiación para importantes proyectos de infraestructura, innovación y medioambiente, y pymes” resalta Torija.

En los últimos años “es destacable el apoyo a la investigación y al desarrollo, dado que la innovación y la transformación digital se consideran elementos clave para una recuperación sostenible y resiliente”, añade el ejecutivo.

Actuaciones por el COVID y en Ucrania

El BEI también ha tenido un papel destacado en las dos últimas crisis, la provocada por la pandemia, y por la guerra de Ucrania. En cuanto al COVID, un tercio de toda la financiación de 2020, unos 25.500 millones, se destinó a dar una respuesta inmediata para mitigar el impacto en las pequeñas y medianas

compañías. Posteriormente, proporcionó diversas líneas de financiación para desarrollar vacunas.

En cuanto a Ucrania, opera en el país desde 2007 a través de la Política Europea de Vecindad (PEV), la Asociación Oriental y otros acuerdos bilaterales de la Unión Europea (UE). Ofreció ayuda nada más estallar el conflicto con el desembolso de 1.700 millones en fondos destinados a financiar reparaciones urgentes de las infraestructuras. En mayo de 2022, el Consejo aprobó una línea de crédito por valor de 4.000 millones para respaldar la integración de los refugiados en los países de la UE, y el área filantrópica, el Instituto BEI (EIBI), ha donado este año 800.000 euros para los orfanatos. ●

Un organismo pilotado por un exministro alemán

● **El liberal alemán Werner Hoyer fue designado presidente del Banco Europeo de Inversiones en enero de 2012 y reelegido en 2018. Su labor ha pasado por uno de los periodos más difíciles de Europa, con los coletazos de la crisis financiera y de deuda, el COVID, la guerra de Ucrania y las tensiones de los precios energéticos y las cadenas de suministro.**

● **Economista y profesor de relaciones económicas internacionales en la Universidad de Colonia, ha sido portavoz de política de seguridad del grupo parlamentario FDP; ministro de Estado en el**

Ministerio de Asuntos Exteriores bajo los mandatos de Helmut Kohl y Angela Merkel, y miembro del Bundestag alemán.

● **El apoyo a la inversión para salvaguardar la competitividad europea y la acción climática están entre sus máximas prioridades para 2023. El plan estratégico recoge que el BEI “seguirá siendo un socio privilegiado de la UE en el nuevo Marco Financiero Plurianual, en la implementación de InvestEU y el Pacto Verde Europeo, así como en el plan REPowerEU para ayudar a alcanzar el objetivo de cero emisiones netas y acabar con la**

dependencia de las importaciones de combustibles fósiles rusos, además de comprometido con su misión estatutaria de fortalecer la cohesión económica, social y territorial de la UE”.

● **Werner Hoyer fue el encargado de inaugurar el primer Foro del BEI celebrado el pasado febrero, donde hizo un llamamiento a una inversión simple y rápida en Europa para construir las tecnologías limpias que le permitan cumplir sus objetivos climáticos, garantizar su suministro de energía, y superar la “policrisis” desatada por la invasión rusa de Ucrania, el aumento de la inflación y el alto coste energético. ✱**



UN PRODUCTO SINGULAR QUE VALE LA PENA CONOCER

Oportunidades y riesgos del *Unit Linked*

Contratar fondos de inversión bajo el paraguas de los seguros de ahorro. Este es el atractivo de los '*Unit Linked*', una póliza en la que el tomador asume el riesgo de la inversión. Se trata de un producto que ha tenido un importante desarrollo al calor de los bajos tipos de interés, que despertaban el atractivo de la rentabilidad de los fondos, especialmente los de renta variable. Por **JOSÉ EMILIO CHAO**.

De patito feo a cisne en menos de una década. Así ha sido la trayectoria de los *Unit Linked* en España a lo largo de los últimos años, en los que ha ido ganando un protagonismo cada vez mayor en las carteras de muchos ahorradores. Tanto es así que, de acuerdo a los datos de Unespa, de los cerca de 250.000 millones de euros que el sector asegurador gestionaba en nuestro país a finales de 2022, 20.689 millones corresponden ya a este tipo de seguro. Además, se da la particularidad de que fue el único producto del sector que creció en el último ejercicio, mejorando su cuota un 4,72%. ¿Por qué interesa ahora la inversión en los *Unit Linked*? ¿Es el contexto actual una oportunidad para ellos?

Más riesgo... ¿mayor rentabilidad?

Los *Unit Linked* son seguros de vida vinculados a fondos de inversión, acciones o bonos, en los que el tomador asume el riesgo de

la inversión. Al igual que lo que sucede en otros tipos de pólizas de Vida, los *Unit Linked* garantizan una cobertura a los beneficiarios en caso de fallecimiento del titular, aunque con la diferencia de que no se asegura una rentabilidad mínima, dado que depende de cómo evolucionen las inversiones que se han llevado a cabo.

Uno de los elementos clave en el *Unit Linked* es que el cliente puede distribuir el capital entre distintas alternativas, aunque muchas entidades limitan el número de movilizaciones que se realizan, cobrando una comisión a partir de un determinado momento. Desde el punto de vista fiscal, los rendimientos obtenidos con un *Unit Linked* tienen la consideración de rendimiento íntegro del capital mobiliario, y tributan como renta del ahorro en el IRPF, con una retención del 19%. En caso de fallecimiento del asegurado, la tributación es según el Impuesto de Sucesiones.



Protección del capital

Al estar vinculado a una cesta de fondos, el asegurado asume el riesgo de la inversión en un *Unit Linked*. De hecho, parte de la inversión va destinada a la prima pero el resto tiene como foco la inversión, que es administrada por un gestor profesional atendiendo a las preferencias del asegurado. Es decir, que como en cualquier inversión, el capital invertido no está asegurado.

En este sentido, Unespa advierte en su guía de buenas prácticas en materia de seguros individuales que el cliente debe ser consciente de lo que está contratando y que es él “quien está asumiendo todo el riesgo de la inversión, por lo que ni la prestación ni el rescate están garantizados. De tal modo que lo que va a percibir en uno y otro caso dependerá de la evolución de los mercados”.

En relación a la protección de la que gozan en España, la CNMV afirma que “cuando se contrata un *Unit Linked* no se adquiere la condición de

partícipe en los fondos que componen la cesta, sino la de tomador de un seguro de vida. Estos productos están bajo la supervisión de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones”.

Muchos más pros que contras

Los *Unit Linked* tienen su razón de ser para el ahorrador en dos premisas principales: obtener a largo plazo mayor rentabilidad que con otros productos de ahorro y beneficiarse de un marco tributario más favorable gracias a que tiene la consideración de seguro de vida y no de fondo de inversión. Esto significa que los rendimientos acumulados tributan como cualquier otra renta del ahorro y tienen la consideración de rendimientos íntegros del capital mobiliario.

Es importante destacar que los *Unit Linked* son productos muy líquidos y flexibles, puesto que no tienen ninguna restricción legal para que, en un momento dado, el cliente pueda →→→

→→→ recuperar su dinero, ya que es posible rescatarlo total o parcialmente. Por otro lado, el tomador es el que decide en todo momento quién va a ser el beneficiario de este producto, subrayando que el *Unit Linked* no forma parte de la masa hereditaria. Además, al tratarse de un seguro, el dinero invertido no es embargable legalmente, lo que no ocurre en otros productos, como los fondos o los depósitos.

Entre sus principales hándicaps cabe citar que no está permitido que el tomador pueda modificar las inversiones ligadas a la póliza, aunque se le ofrece la posibilidad de elegir entre diferentes perfiles de riesgo. Lo que sirve para construir luego el portfolio de inversiones. También hay que citar que la obligación de tener que destinar una parte del capital a la prima por el seguro de vida resta, en el largo plazo, potencial de rentabilidad a la inversión.

Un escenario propicio

A pesar del cambio en las políticas monetarias de muchos bancos centrales para intentar aplacar

el crecimiento de la inflación, el crecimiento en el volumen de ahorro en muchos hogares invita a pensar que muchos inversores están intentando buscar activos que les puedan ofrecer una rentabilidad interesante. En este contexto, tal y como señala **Virginia Calderón**, subdirectora de negocio de Vida individual de **Mapfre España**, “existe un apetito creciente por productos que ofrezcan una rentabilidad cierta a vencimiento, en un contexto en el que hay muchos inversores con un perfil conservador”.

Sin embargo, esta especialista advierte de que con la inflación en los niveles actuales, la rentabilidad real que van a obtener muchos ahorradores en sus inversiones más conservadoras va a ser muy pequeña, pudiendo incluso llegar a perder alrededor del 30% de su poder adquisitivo en 5 años. “El papel de los *Unit Linked* en esta situación debería jugar un papel clave en las carteras, ya que aporta diversificación y puede ofrecer una rentabilidad interesante pensando en el largo plazo. El asesor financiero juega un papel crítico para dar a entender a los clientes que los productos con

¿Puedo cobrar retrocesiones al vender un 'Unit Linked'?

Al tratarse de un tipo de seguro, hay que cumplir una serie de requisitos para poder comercializar *Unit Linked*. En concreto, para ejercer la mediación de seguros, junto a la autorización de la DGSFP, la legislación prevé diferentes niveles en relación a la comercialización de estos productos, entre los que cabe destacar:

- El **corredor**, que goza de plena independencia en relación a cualquier aseguradora y no puede percibir comisiones de estas entidades derivadas de la comercialización de *Unit Linked*, ya que solo está habilitado para recibir honorarios directamente

del cliente.

- El **agente exclusivo**, que sí puede recibir comisiones por la comercialización de *Unit Linked*. Lo mismo les sucede a los agentes vinculados.
- El **operador de bancaseguros** y sus colaboradores, que distribuyen productos de una aseguradora con la que tienen un acuerdo, en régimen de exclusividad o vinculado.

De acuerdo tanto a MiFID II como a la Directiva de Distribución de Seguros (traspuesta en España mediante el Real Decreto 3/2020), los distribuidores independientes de *Unit Linked* no pueden

percibir comisiones por comercializar estos productos y únicamente pueden cobrar honorarios profesionales abonados por el cliente. En planes de pensiones y otros productos de vida, como los PPA o lo PIAS, sí que pueden seguir cobrando comisiones. Por el contrario, los no independientes, como los agentes, sí pueden cobrar comisiones de las entidades.

Según el regulador, “si los distribuidores independientes de *Unit Linked* pudieran cobrar comisiones, se generaría una competencia injusta con los fondos de inversión, dado que estos productos tienen una regulación de los incentivos más estricta”.





VIRGINIA CALDERÓN

(MAPFRE VIDA)

“El asesor financiero juega un papel crítico para hacer entender que los productos con cierto nivel de riesgo deben convivir con los perfiles más conservadores”.



IVÁN BASA

(LOMBARD ODIER)

“Los *Unit Linked* permiten definir una política de inversión que se adecúe al contexto inflacionista y una estrategia de renta fija acorde con los tipos de interés”.



JOSÉ VICENTE MARTÍN

(UTMOST)

“La inversión que sea a más largo plazo y, sobre todo, el patrimonio que se quiera transmitir a la siguiente generación, se recomienda hacer mediante *Unit Linked*”.

cierto nivel de riesgo deben convivir con los perfiles más conservadores”, indica Calderón.

En este sentido, **Iván Basa**, director general de **Lombard Odier** en España, afirma que “los *Unit Linked* permiten definir una política de inversión que se adecúe al actual contexto de inflación, permitiendo que se pueda combinar con una estrategia de renta fija que tenga en cuenta el panorama de los tipos de interés. En la actualidad, las curvas de tipos de interés ya reflejan las subidas de tipos, por lo que una exposición a renta fija puede ser interesante”. Este experto incide en que un activo que se comporta bien ante una inflación procedente del mayor aumento en la demanda es la renta

variable o, incluso, los activos privados, y que ambos pueden formar parte de una inversión en un *Unit Linked*.

Compatible con otros productos de inversión

Muchos especialistas señalan que es en los momentos de máximas turbulencias en los mercados financieros cuando el valor real de la diversificación en una cartera de activos debería ser mayor, mitigando posibles pérdidas y mejorando las perspectivas de rentabilidad. En esta línea y, también, con vistas a preparar una transmisión ordenada del patrimonio a los descendientes, incorporar un *Unit Linked* al portfolio de inversiones puede ser una óptima decisión.

De esta opinión es **José Vicente Martín**, director para España de **Utmost**, una de las mayores aseguradoras en Europa dedicada a seguros *Unit Linked*, que afirma que “es posible tener en fondos de inversión las cantidades que se prevea necesitar a corto plazo mientras que la inversión a más largo plazo y, sobre todo, el patrimonio que se quiera transmitir a la siguiente generación, o al cónyuge o a cualquier persona, independientemente del testamento y con total confidencialidad incluso después del fallecimiento, se recomienda hacer mediante *Unit Linked*”.

Cabe destacar que, en el caso de los fondos de inversión, su reembolso genera ganancia o pérdida patrimonial, debiendo el partícipe responder fiscalmente por el beneficio que ha obtenido en el momento de retirar su dinero, mientras que, como ya se ha visto, en los *Unit Linked* lo que se genera está considerado como rendimiento del capital mobiliario. En los últimos años, Martín afirma que ha crecido el número de modalidades en las que los activos de los *Unit Linked* son los propios fondos de inversión, “algo que irá a más para propiciar una rentabilidad elevada a medio y largo plazo”. ●

➔ **LOS ‘UNIT LINKED’ garantizan una cobertura por fallecimiento del titular, pero no aseguran una rentabilidad mínima, ya que depende de la marcha de las inversiones en el mercado.**



Transparencia, incentivos e idoneidad, a examen

En su continua preocupación por crear un entorno en el que el inversor minorista se sienta seguro e informado, la Comisión Europea ha llegado a analizar los datos más controvertidos sobre la eficacia de algunas medidas aportadas por el sistema MiFID. Los resultados están contenidos en un informe que pretende avanzar en la transparencia del mercado. Por **FERNANDO ZUNZUNEGUI** y **PALOMA CORBAL**.*

*De ZUNZUNEGUI ABOGADOS, coordinadores de **Regulación de EFPA España**.

Con el objetivo de desarrollar la Estrategia de Inversión Minorista, la Comisión Europea ha hecho público el informe “*Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study*”. El informe examina la efectividad de las normas sobre transparencia, incentivos y evaluación de la idoneidad aplicables a los asesores financieros.

La Estrategia de Inversión Minorista definida en el Plan de Acción de la Unión de

Mercados de Capitales pretende asegurar que los inversores minoristas se beneficien de una adecuada protección en el acceso a mercados abiertos con servicios y productos financieros competitivos y rentables, en particular a través de un asesoramiento imparcial. Para su desarrollo, la Comisión Europea encomendó el pasado año la elaboración de un informe independiente sobre el entorno de inversión en el que se encuentran los inversores minoristas, con un análisis de los costes de los productos



y las prácticas actuales en el asesoramiento. Se llevó a cabo un exhaustivo proceso de investigación que incluyó un *mystery shopping*, una encuesta a los consumidores y entrevistas con los principales grupos de interés.

Como resultado del trabajo realizado, la Comisión Europea hizo público en mayo de 2022 el informe. A la luz del principio de *better regulation*, se analiza la relevancia, coherencia, efectividad, eficiencia y valor añadido de la normativa de transparencia, incentivos e idoneidad de quince Estados miembro, incluido España. Tras la revisión de los datos más controvertidos, la Comisión Europea ha publicado la versión final del informe en febrero de 2023.

Inversores y ahorradores

El informe parte de la segmentación del mercado entre consumidores interesados en invertir y aquellos ahorradores que no muestran interés en participar en el mercado de valores. Partiendo de esta distinción, →→→

→ **EL INFORME CONSIDERA que el sistema MiFID proporciona un marco de transparencia muy desarrollado, seguido por las entidades, pero que resulta ineficaz.**

Cambio de paradigma

● El informe pone de manifiesto el cambio de paradigma en la protección del consumidor financiero: la normativa sobre transparencia resulta ineficiente, pues no permite superar la complejidad de los productos financieros, y es insuficiente para lograr que el cliente decida con conocimiento de causa. La protección del cliente debe manifestarse a lo largo de todo el ciclo de vida del producto: desde su diseño –a través de las normas de gobierno de productos–, hasta la ejecución de la operación en el mercado, pasando por la clasificación y evaluación del cliente y la oferta o recomendación sobre productos de inversión

adecuados, teniendo en cuenta todas las características del producto, incluido el coste total. En este contexto, el informe aprecia la importancia del asesoramiento como clave para la toma de decisiones por el inversor minorista. Ante la ineficacia de la transparencia en un mercado cada vez más complejo, el consumidor financiero queda en manos del asesor para navegar en el mercado financiero. Por esta razón, la Estrategia de Inversión Minorista debería reivindicar el papel del asesor financiero cualificado, comprometido con la actuación en el mejor interés del cliente, con una evaluación de la idoneidad mejorada. *

→→→ el informe aborda la incidencia de las normas sobre transparencia y sobre evaluación de la idoneidad, diferenciando entre los productos simples y los productos complejos.

Los consumidores desinteresados tienen poca confianza en su propia capacidad para elegir productos de inversión. Se sienten desalentados por la complejidad del mercado.

El sistema MiFID promueve la transparencia de los productos financieros. Se trata de una normativa necesaria, pues permite la supervisión y favorece la competencia en el mercado. El informe confirma que existe un cumplimiento normativo generalizado. El *compliance* es bueno. Sin embargo, la efectividad de las normas de transparencia

→ RESPECTO A LA EVALUACIÓN de la idoneidad, según el informe, la calidad de las preguntas de los test no garantiza un buen asesoramiento.

para que los minoristas puedan adoptar sus decisiones de inversión es limitada: la mera divulgación no permite al consumidor superar la complejidad del producto. Además, el informe apunta que existen inconsistencias en la fase del proceso de contratación en la que se proporciona la información al inversor minorista, de modo que cuando se proporciona en una fase tardía pierde su efectividad como

El peso de los incentivos en el asesoramiento

● El estudio constata que el asesoramiento no independiente sigue siendo la modalidad principal de asesoramiento financiero. Además, según el informe, los incentivos representan cerca de la cuarta parte de los costes totales del producto, y no siempre están claramente indicados en los documentos informativos. Sobre estas bases, surge el debate sobre la prohibición de los incentivos, pero en base a datos controvertidos. Los datos presentados en mayo de 2022 mostraban que el coste de los productos financieros comercializados mediante asesoramiento con comisiones era un 35%



más alto que aquellos comercializados sin asesoramiento. Estos datos han sido corregidos en el informe final de febrero de 2023: la diferencia sería de un 24 - 26%. Pero incluso este dato es controvertido, pues se compara el asesoramiento con incentivos con una distribución sin asesoramiento. No se calcula, ni se tiene en cuenta, el coste del llamado asesoramiento independiente.

● Según el informe, la prohibición de incentivos generaría una brecha en el asesoramiento financiero (*advice gap*), tal y como se ha producido en los Países Bajos donde, tras introducir la prohibición, ha aumentado el

recurso al asesoramiento independiente, pero solamente para grandes fortunas, mientras que, en conjunto, la inversión asesorada ha descendido. No se trata, por tanto, de contraponer modelos de negocio. Hay que preservar que sea el cliente quien decida con quien contrata y las condiciones en las que contrata, contando con información adecuada sobre el coste total de los productos, incluidas las posibles retrocesiones. El marco legal debe facilitar la prestación de servicios

de calidad en libre concurrencia sobre la base de la actuación en el mejor interés del cliente a lo largo de toda la vida del producto. La polémica sobre la prohibición de incentivos oscurece el verdadero objetivo de la Estrategia de Inversión Minorista: lograr que los clientes participen de forma activa en el mercado. Con la prohibición de incentivos, los inversores minoristas quedarían excluidos del asesoramiento, principal vía segura de acceder y navegar en el mercado financiero. *



CUANDO SENCILLEZ Y FLEXIBILIDAD SE UNEN

FONDO JANUS HENDERSON BALANCED

★★★★★ Morningstar Rating™

Flexible. Defensivo. Dinámico.

Durante 30 años la estrategia Balanced ha combinado renta variable y renta fija de una forma óptima y sencilla para aprovechar las mejores oportunidades en todos los ciclos del mercado.

La fecha de lanzamiento de la cuenta representativa de la estrategia es el 01/09/1992. Fondo lanzado 24/12/1998.



janushenderson.com/es/balanced

Para más información sobre el fondo, regulación y rentabilidad, visita



Comunicación publicitaria. Sólo para profesionales. Janus Henderson Capital Funds Plc es un OICVM constituido en virtud de la ley irlandesa, con responsabilidad separada entre fondos. Antes de tomar cualquier decisión de inversión definitiva, consulte el folleto del OICVM y el documento de datos fundamentales para el inversor. El presente documento no constituye asesoramiento de inversión ni una oferta de venta, compra o recomendación, ni debe servir de base para tomar (o dejar de tomar) cualquier decisión en relación con valores, salvo en virtud de un acuerdo que cumpla las leyes, normas y reglamentos aplicables. Para ver los aspectos relacionados con sostenibilidad, visite janushenderson.com. Janus Henderson Capital Funds Plc es una institución de inversión colectiva (IIC) inscrita en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con el número de registro 265. Las inversiones subyacentes a este producto Financiero (denominado el «Fondo») no tienen en cuenta los criterios de la UE para actividades económicas sostenibles ambientalmente. El Gestor de inversiones no tiene en cuenta los efectos adversos de las decisiones de inversión en los factores de sostenibilidad según se estipula en el SFDR con respecto al Fondo, porque no está clasificado ni en virtud del artículo 9 ni del artículo 8 del Reglamento (UE) 2019/2088. La calificación Morningstar corresponde a la clase de acciones H2 HEUR (código ISIN: IE00BD860H78) a 30 de junio de 2022.

© 2022 Morningstar, Inc. Todos los derechos reservados. La información que se incluye en el presente documento: (1) es propiedad de Morningstar y/o de sus proveedores de contenidos; (2) no se puede copiar ni distribuir; y (3) no incluye garantías en relación con su precisión, exhaustividad ni oportunidad. Ni Morningstar ni sus proveedores de contenidos son responsables de los daños y perjuicios provocados por cualquier uso de esta información. La rentabilidad histórica no predice las rentabilidades futuras. Publicado en Europa por Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual Henderson Management S.A. (n.º de registro B22848, en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier) ofrecen productos y servicios de inversión. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en español en www.janushenderson.com/summary-of-investors-rights-spanish. Henderson Management SA puede decidir dar por finalizados los acuerdos de comercialización de este organismo de inversión colectiva atendiendo a lo dispuesto en la regulación pertinente. © Janus Henderson Group plc. Anuncio publicado el 05/09/2022.

medida de protección. Por lo demás, según el informe, la exigencia de que la información sea detallada se contrapone con el objetivo de que la documentación resulte atractiva y fomente la inversión. En cualquier caso, falta información sobre el coste total del producto que permita la comparación.

La evaluación, a examen

Como complemento de los requisitos de transparencia, la normativa exige conocer al cliente para adecuar el asesoramiento a su perfil. Se impone a los distribuidores el deber de asegurarse de ofrecer a los consumidores productos adecuados a sus necesidades. Con respecto a la evaluación de la idoneidad, según el informe, la calidad de las preguntas de los test no garantiza un buen asesoramiento. Además, al igual que ocurre con la divulgación, el marco jurídico no define en qué momento debe realizarse la evaluación, de manera que, en la práctica, algunos distribuidores cumplen los requisitos en el primer contacto con los posibles inversores, mientras que otros lo retrasan hasta el final del proceso, perdiendo con ello su capacidad de identificar los productos idóneos para el cliente.

En suma, el informe considera que el sistema MiFID proporciona un marco de transparencia muy desarrollado, que es seguido por las entidades, pero que resulta ineficaz. No logra su objetivo de empoderar al consumidor financiero para que pueda decidir con autonomía dónde y cuándo invertir. El foco regulatorio gira hacia el asesor como pieza clave del sistema, profesional cualificado que conoce al cliente y le recomienda lo más adecuado a sus intereses. ●

➔ **LA EFECTIVIDAD de las normas de transparencia para que los minoristas puedan adoptar sus decisiones de inversión es limitada.**



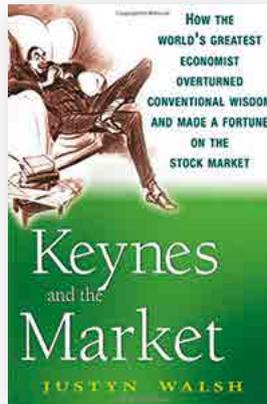
Por
**LUIS
TORRAS**

Keynes and the Market / **Justin Walsh**
/ John Wiley & Sons

Keynes y los mercados financieros

Keynes ha pasado a la historia como economista, pero fue una figura poliédrica que destacó en muchos otros ámbitos, como la inversión. De hecho, es fácil argumentar que fue mucho mejor inversor que economista. Si hay un capítulo de la *Teoría general* para el que no ha pasado el tiempo es justamente el duodécimo—del que Warren Buffett recomienda intensamente su lectura—, donde se describen de manera muy inteligente las dinámicas en el mercado de valores y su relación con el ciclo del crédito, además de explorar algunos aspectos de la psicología humana (los famosos “*animal spirits*”), que han servido de base a la moderna economía conductual.

En el divertido *Keynes and the Market*, **Justyn Walsh** se propone explorar esta faceta inversora de Keynes, repasando algunas de sus agudas observaciones teóricas. También su asombroso desempeño gestionando dinero en bolsa en unos años especialmente intensos, con el crash de octubre de 1929 de por medio, en una larga trayectoria en la que alternó diferentes estilos de inversión.



Keynes, contrariamente a la visión de **Fama** o **Samuelson** (aunque con posterioridad el primero se corrigiese así mismo y el segundo acabara por invertir sus ahorros con Warren Buffett), sabía que los mercados son casi cualquier cosa –volátiles, impredecibles, irracionales, miedosos– menos perfectos. Los precios de las acciones no tienen por qué reflejar la solidez de los fundamentales, ni tampoco la “información disponible”. Son solo un mero reflejo de las emociones, creencias y miedos (también euforias) de los agentes económicos en un momento dado. Equipado con esta simple pero potente idea de que una cosa es el *precio* y otra muy distinta el *fundamental* –Keynes distingue de manera muy lúcida entre *valor fundamental* y *valor de transacción* (el que nos ofrece Mr. Market)– de manera muy similar a la teorizada por **Ben Graham** tan solo dos años antes.

Como inversor, Keynes gestionó con gran éxito (sobre todo en la segunda etapa) el capital del *King's College* de Cambridge durante el amplio período que va desde 1919 hasta su muerte en 1946. Buena prueba de estos buenos resultados, analizados con posterioridad, es el hecho de que al morir –muy poco después de ayudar a definir y cerrar los acuerdos de *Bretton Woods*–, Keynes legó un patrimonio de 480.000 libras, unos 32 millones de euros al valor actual. Un patrimonio nada desdeñable para una carrera profesional como funcionario, combinada con una importante faceta bohemia.

Evolución como inversor

Keynes no gestionó solo los fondos del *King's College*, también fue fideicomiso de dos compañías de seguros: la *National Mutual Life Assurance Society* (1919–1938), y la *Provincial Insurance Company* (1923–46), aunque únicamente en el caso de *King's College*, tuvo un mandato discrecional, lo que permite un análisis más preciso sobre su estilo de inversión y resultados.

➔ **De ser un inversor especulativo pasó a tener un enfoque apoyado en la selección de valores específicos, lo que le produjo mejores resultados.**

Uno de los aspectos más interesantes del estudio del Keynes inversor es su evolución. Durante la década de los 20s del pasado siglo, Keynes actuó en clave altamente especulativa, alternando aciertos y fracasos, operando con diversas clases de activos, bonos, materias primas o divisas (con las que cosechó muchos éxitos; en gran parte por su completo conocimiento del panorama internacional). Con todo, pese a esta posición privilegiada, los resultados obtenidos siguiendo estrategias de “*market timing*” no consiguieron batir al índice de manera sostenida. De hecho, durante esos años, en conjunto se perdió algo más que el conjunto del mercado. La Gran Depresión marca un hito fundamental en su carrera como inversor. A partir de la década de los 30s, Keynes mutará su estilo de inversión hacia un enfoque apoyado en la selección de valores específicos o “*stock picking*”, dejando a un lado los intentos de anticipación de la tendencia. Un cambio que también se tradujo en unos mejores resultados que, esta vez, sí lograron batir el resultado del conjunto del mercado.

Enfoque micro

Keynes explicaba este nuevo enfoque a **Francis Scott**, presidente de *Provincial Insurance*, en agosto de 1934, en una de sus recomendables cartas: “A medida que pasa el tiempo, me convenzo cada vez más de que el método correcto para invertir es poner sumas relevantes de dinero en empresas de las que uno cree conocer algo sobre ellas y en cuya gestión cree firmemente”. Una frase que podría haberse sacado de un texto de **Buffett**. Una revisión de su estrategia que estuvo influenciada por las teorías del valor fundamental de Graham. Un enfoque micro que se tradujo en una cartera más concentrada, lejos de los estándares que defendía (y defiende) la sabiduría popular, tomando decisiones a partir de la aproximación al valor intrínseco en comparación al precio de cotización, operando con un margen de seguridad, en algunos casos próximo al 30%.

Para batir al mercado, Keynes construirá una cartera alejada de las mayores compañías (que



hoy llamaríamos “*blue chips*”), para centrar su atención en empresas atípicas en los índices, en algunos casos compañías internacionales, y muchas veces invirtiendo en empresas de pequeña y media capitalización, lo que le permitía operar con mayores márgenes de seguridad, y que explican los buenos resultados de Keynes en el periodo que va desde 1934 hasta su muerte, en 1946.

El texto contiene multitud de observaciones de valor sobre el avieso funcionamiento de las bolsas, capaces de acabar con los nervios de cualquiera que se aproxime a ellas sin una buena teoría. Una visión de los mercados de alguien con pensamiento propio, muchas veces *contrarian*, y que demostró también un desapasionado temperamento para con los temas del dinero. Todas ellas virtudes de cualquier inversor, que permitieron a Keynes amasar una considerable fortuna, además de unos fantásticos resultados para sus clientes. Una visión alejada de la del “*homo economicus*”, las funciones de utilidad o los mercados perfectos, que hoy defienden sus apasionados acólitos. Y es que hoy Keynes no sería keynesiano. ● →→→

BOLSA Y MERCADOS

Un libro ineludible para todo asesor financiero

→ **El inversor inteligente**

BEN GRAHAM / DEUSTO

SI HAY UN LIBRO IMPORTANTE en la historia de los mercados es *El inversor inteligente* de **Ben Graham**. Editado por primera vez en 1949, el veterano profesor de la Universidad de Columbia glosaba todo su saber sobre los mercados en un libro que es considerado todavía hoy por el mismo **Buffett** como el mejor libro de inversión de todos los tiempos. Recientemente, la editorial Deusto ha sacado una nueva edición de lujo de tapa blanda con prólogo de Warren Buffett y valiosos comentarios del periodista experto en temas financieros **Jason Zweig** al final de cada capítulo.

Se trata de un libro extenso, plagado de ideas de las que aquí solo vamos a poder destacar unas pocas. Una primera idea es que para invertir con éxito no hace falta tener unas capacidades

intelectuales muy altas, Wall Street no es "rocket science" -no necesitamos de las matemáticas para enviar un cohete a la Luna-. Lo que hace falta es contar con un marco intelectual sólido que permita un entendimiento sobre lo que realmente es el mercado para poder actuar de manera acorde y racional. Graham se refirió a los mercados como *Mr. Market*, para luego hacer una descripción de los mismos que permanece inalterada hasta el día de hoy. *Mr. Market*, señaló Graham, funciona como un péndulo, alternando momentos de euforia, en donde las valoraciones resultan injustificadamente altas; y de gran pesimismo, donde las acciones pasan a estar inexplicablemente baratas. Esto es debido a que los mercados operan a

corto plazo, movidos la mayoría de las veces por las emociones y sin atender a los fundamentales de los subyacentes. El "inversor inteligente" es aquel que sabe comprar a los pesimistas y vender a los optimistas.

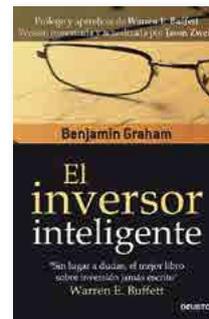
Ser capaz de distinguir entre *valor* y *precio* es clave y exige ver las acciones como lo que son: la parte proporcional de un negocio, de una empresa; una comunidad de personas

trabajando para un fin común. Graham señala cómo la atención se ha de poner en esto último, en los fundamentales del negocio, analizándolos para tratar de estimar cuál será el rendimiento futuro que pueda darnos. Estos beneficios futuros descontados a una tasa adecuada (coste de capital

ajustado al perfil de riesgo del negocio concreto) nos permiten estimar lo que conocemos como valor intrínseco o fundamental. En la medida en que este valor sea muy superior al precio de cotización al que nos ofrece las acciones *Mr. Market*, y que Graham bautizará como "margen de seguridad", mayor será nuestra rentabilidad esperada, y menor será la probabilidad de incurrir en una pérdida permanente de capital.

Minimizar las pérdidas

El libro está planteado en todo momento en clave "negativa", en el sentido de que no es un manual sobre "cómo hacerse rico en Bolsa" (cualquier intento de este tipo constituye un fraude), sino que quiere ser un texto para que el lector minimice las probabilidades de perder dinero en Bolsa. Para ello, podemos señalar dos grandes lecciones a las que el autor





dedica más atención. Por un lado, la importancia de la valoración, y cómo esta (en definitiva, el precio) determina el riesgo de nuestra inversión: cuanto más baja sea, mayor es el margen de seguridad, concepto central para Graham que orienta toda su obra desde la perspectiva de gestionar el riesgo de manera racional. Un enfoque que no tiene nada que ver con las teorías neoclásicas desarrolladas con posterioridad, donde el riesgo se convertirá (tontamente) en una función de la volatilidad.

Por otro lado, la importancia del comportamiento. El tema de los mercados y la conducta es algo presente desde el primer libro sobre Bolsa de **José de la Vega** a principios del siglo XVII, pero seguramente es Graham el primero en abordarlo de manera metódica, concretamente en el capítulo 8 (para Buffett uno de los dos fundamentales del libro, junto con el 20, donde se aborda el tema ya comentado del "margen de seguridad"). Con un gran conocimiento de la psicología inversora (que Graham sufrió en primera persona durante el crash de 1929), el autor explica cómo los fuertes sentimientos a vender o comprar acciones, resultados de las fuertes e inevitables oscilaciones en los precios, son naturales. Forman parte de nuestro comportamiento instintivo de supervivencia. El buen inversor, el inversor inteligente, es aquel que sabe dominar estos instintos guiando sus decisiones de inversión únicamente por los hechos (valor fundamental); y al revés, sabe poner la volatilidad del mercado a su servicio. Sacar un buen resultado en Bolsa supone mantener el sentido común y un comportamiento racional y orientado al largo plazo en todo momento.

El problema de la inflación

El libro también contiene un capítulo, el segundo, donde de forma específica se aborda el espinoso asunto de la inflación (y la lucha contra ella) y sus implicaciones para el inversor, y que hoy tanto vuelve a preocupar a los inversores. Graham aborda el tema de cómo construir una cartera de inversión en momentos de subida de precios. El análisis se realiza en 1949, cuando el gran periodo inflacionista de referencia era el de 1915-20 y el coste de la vida se multiplicó por dos, mientras que las acciones subieron un 41%. Cuanto más largo es el periodo de análisis, se llega hasta 1972, las acciones ordinarias tienen una apreciación del 8% anual acumulativo, más que las

obligaciones, la otra gran alternativa de inversión. Lo más interesante en el análisis de Graham, perfectamente vigente hoy, es su atención al efecto de la inflación sobre la rentabilidad del capital invertido: los efectos que tiene la inflación sobre las inversiones de capital y cómo solo empresas con gran capacidad de subir precios son capaces de proteger sus márgenes y rentabilidad.

Este texto, sobre todo, es una defensa de la inversión -esto es la toma de decisiones racionales y prudentes a partir de los fundamentales de una compañía (valor fundamental) en relación al precio (Keynes de forma célebre habló de "valor transaccional")-, evitando especular. Nadie debería invertir en Bolsa sin haber leído antes este libro. ●

Repaso a las lecciones de Graham

invertir y especular son dos cosas totalmente distintas. Solo un número relativamente pequeño de agentes en el mercado se comportan como inversores. Una operación de inversión es aquella que se hace de manera racional, estimando el valor intrínseco y operando con margen de seguridad, de manera que se asegure tanto el principal de la inversión como la obtención de un rendimiento adecuado. Las operaciones que no cumplan con estos requisitos son especulativas.

- El comportamiento especulativo consiste en tratar de anticipar los movimientos en los mercados. La valoración determina el

riesgo y rentabilidad de nuestras inversiones. Un buen negocio a una valoración muy cara puede ser una pésima inversión.

- La inversión inteligente no va de evitar el riesgo, sino de saberlo gestionar.

Las oscilaciones en el mercado de valores generan dinámicas que se retroalimentan: cuando la Bolsa sube y las acciones están caras, coincide con el momento de mayor demanda, y viceversa. Para tener éxito en la Bolsa es necesario resistir los comportamientos de manada.

- Invertir va -sobre todo- de saber controlar nuestras emociones. El peor enemigo de cualquier inversor es uno mismo.

- Cuanto más irracional sea el comportamiento del mercado (*Mr. Market*), mayores son las oportunidades para el inversor

inteligente de ganar dinero.

- El éxito financiero no va de "batir al mercado", sino de mantener una disciplina financiera que nos permita conseguir nuestros objetivos.

- La cualidad más importante para un inversor es la disciplina.

- El margen de seguridad siempre depende del precio pagado en relación a los fundamentales: cuanto menor sea la valoración, más segura será nuestra inversión.

- Perder dinero en algún momento de nuestra carrera como inversores es algo inevitable, ya sea tanto una pérdida temporal como pérdidas permanentes por errores en la selección o valoración de valores.

- En general, existen en Wall Street sólidos principios para invertir en el mercado de valores pero estos se olvidan sistemáticamente cada cierto tiempo. ✱

Nuestros colaboradores nos muestran su gran creatividad

Maite, José María y Álex son los primeros huéspedes de esta sala que la revista inaugura en este número. A partir de ahora será el espacio en el que nos hagamos eco de lo más singular que hagan quienes hacen posible, de una forma u otra, que esta publicación llegue trimestralmente a más de 35.000 profesionales.



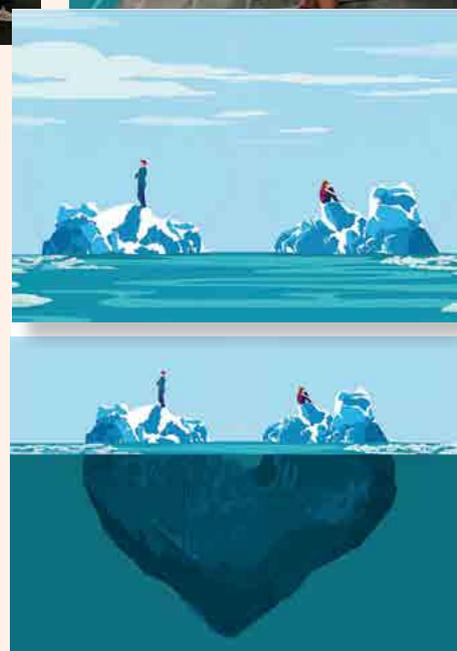
Foto: Ministerio de Cultura



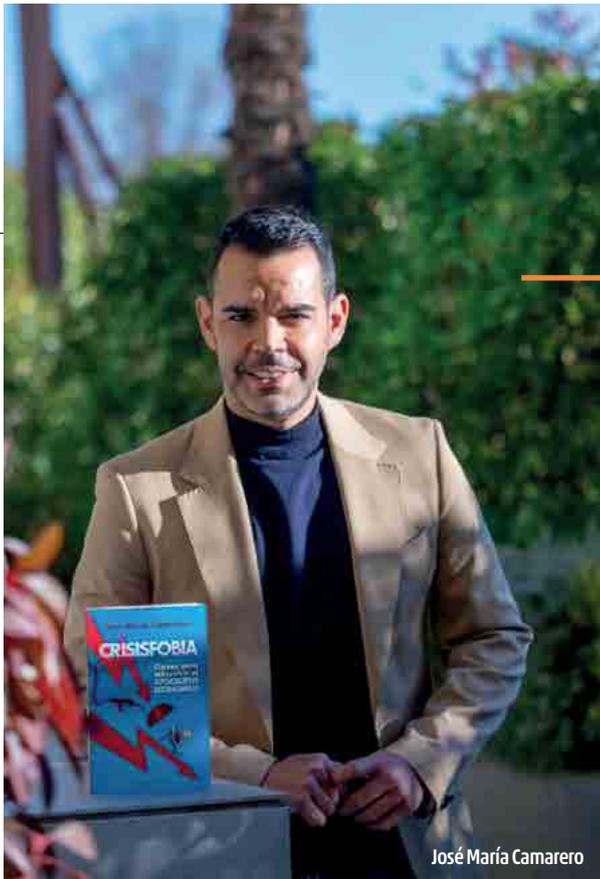
EXPOSICIÓN

La ilustradora Maite Niebla y su literatura visual

LA CENTRALSTATION DARMSTADT (Alemania) expuso los días 25 y 26 de marzo las obras de los mejores ilustradores españoles de la actualidad. Fue dentro de la *Ilustre Gestalten*, un festival de la ilustración en el que los artistas de nuestro país acudieron como invitados. La exposición pudo verse ya el pasado mes de octubre en Frankfurt con motivo de su reconocida Feria del Libro y con un título tan sugerente como "Ilustración: una literatura visual". Los Reyes de España, fieles a la cita de Frankfurt, no se perdieron la oportunidad de visitar esta exposición en la que figuraba la obra de Maite Niebla, ilustradora de esta revista que cada trimestre nos sorprende con su creatividad desbordante.



Ilustraciones y fotos: www.maiteniebla.com



José María Camarero

LIBROS

José María Camarero presenta su primer libro

CRISISFOBIA es el título del primer libro del periodista José María Camarero, asiduo colaborador de EFPA España no solo en esta revista, sino también como moderador en los frecuentes encuentros que celebra la asociación. A sus 42 años, este cacereño empieza a ser un rostro conocido gracias a su frecuente participación en las principales cadenas de televisión como experto en asuntos económicos y de consumo.

El libro tiene como subtítulo "Claves para sobrevivir al Apocalipsis Económico", que explica aún mejor el contenido que el propio título. Porque en sus más de 200 páginas se desgranar las causas por las que se han producido los grandes cambios que han afectado a la economía familiar, pero también facilita soluciones para contrarrestarlas. El libro incluye en cada capítulo prácticos consejos y siempre termina con unas útiles conclusiones.

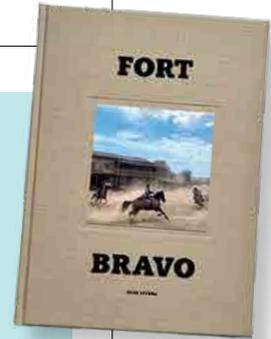
"Crisisfobia" es una llamada de atención a consumidores, usuarios, ahorradores y, en general, a todos los ciudadanos sobre la necesidad de efectuar cambios en nuestro comportamiento cuando se producen crisis como las provocadas, por ejemplo, por el incremento de los precios energéticos.



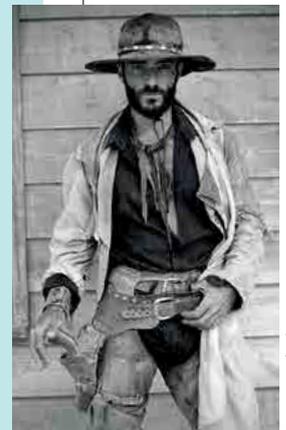
FOTOGRAFÍA

Álex Rivera en el Far West

Los westerns tienen un significado muy especial para Álex Rivera, fotógrafo de esta revista. Son un hilo conductor que le lleva a Ennio Morricone, a las películas compartidas con su padre y a un sueño hecho recientemente realidad. Álex expuso casi medio centenar de fotografías en las paredes del fuerte de Fort Bravo a finales del pasado año dentro del *Almería Western Film Festival*. Una exposición que se ha convertido en un magnífico libro (puede adquirirse en Ivorypress.com) que capta lo que se espera de una *city del Far West* con su *attrezzo*, vestuario, caballos... y todo aquello que parece de otro mundo, pero tanto sugiere a Álex Rivera.



El libro de Álex Rivera es el trabajo cerca de Tabernas entre 2019 y 2022.



Fotos: www.alexrivera.es





Los conocimientos financieros van a la 'uni'

Si el conocimiento financiero es esencial para la toma de decisiones financieras, ¿por qué uno de cada dos jóvenes afirma no tener suficientes conocimientos para gestionar sus finanzas personales? EFPA España recoge el guante con una nueva línea de formación de su consolidado Programa EFPA de Educación Financiera pensada para universidades.

Por **NATALIA PASTOR.**

Posiblemente, la frase “te hago un bizum” se haya convertido en la puerta de entrada de muchos jóvenes a sus finanzas. Una aplicación que ha llevado la toma de las decisiones más triviales propias de la edad -como repartir los gastos de una cena o viaje- al objeto más utilizado por ellos: el móvil. Gracias a la tecnología, han cogido las riendas y nos han explicado al resto de generaciones -más resistentes con el uso de las nuevas tecnologías- cuáles son sus bondades. Si hay un teléfono, hay dinero o la posibilidad de acceder a él. Dominar la herramienta, sin embargo, no es tener el conocimiento necesario para gestionarlo. Nuestros jóvenes son hábiles con el móvil, sí, pero suspenden cuando ponemos encima de la mesa

conceptos como inflación, tipos de interés, TIN, TAE o Euribor. También cuando hay que interpretar una factura o una nómina.

Aprobado bajo, suspendido alto

Son muchos los estudios que se han fijado en el nivel de conocimiento financiero de los jóvenes. Uno de ellos es el “Estudio sobre la educación financiera de los jóvenes españoles en el contexto europeo” de la **Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)**, publicado en 2021.

¿Los resultados? Justitos. Los jóvenes españoles tienen un nivel de educación financiera inferior al de la media europea. En concreto, el 42% de los jóvenes españoles encuestados tiene dificultades para entender los términos financieros básicos, mientras que el 47% afirma no tener suficientes conocimientos para gestionar sus finanzas personales. La nota de los ‘adultos’ no es mucho mejor, tal y como comparte **Esteban Domingo**, coordinador del Programa de EFPA España de Educación Financiera: “Los conocimientos financieros son mejorables en toda la sociedad en general y también en los universitarios”.

Un plan para revertirlo

Un escaso nivel de conocimientos financieros en los adultos se traspasa por defecto a la siguiente generación. De tal palo, tal astilla. De hecho, existen varios estudios que han analizado las causas, como “Educación financiera en España”, impulsado por la **Fundación BBVA** en 2020. Una de las cifras más alarmantes es que solo el 26% de los padres españoles habla con sus hijos

→ **NUESTROS JÓVENES son hábiles con el móvil, pero suspenden con conceptos como inflación, tipos de interés, TIN o TAE. También cuando hay que interpretar una factura o una nómina.**



ESTEBAN DOMINGO

[Coordinador del Programa de EFPA España de Educación Financiera]

“Queremos que sepan hacer un presupuesto personal para tomar el control de su dinero y desmitificar que las finanzas no se pueden entender”.

sobre finanzas personales. Las principales razones citadas fueron la falta de tiempo y la falta de conocimientos financieros. “Es posible que socialmente hablar de dinero nos incomode o nos de miedo hacerlo para evitar que nos juzguen o comparen, pero si ponemos en práctica hablar de metas, planes o situaciones financieras es posible revertir esta situación haciéndola más amena y constructiva”, expone Domingo.

Como si de ciencia infusa se tratase, las familias hablan poco de dinero o dejan la aparentemente difícil tarea para otros, mientras que las aulas se resisten a introducir la cultura financiera en el programa lectivo, como lo hacen con otras competencias hoy consideradas básicas como el inglés. De hecho, según el informe “La educación financiera de los universitarios españoles” de la **Organización de Consumidores y Usuarios (OCU)**, publicado en 2020, el 83% de los estudiantes universitarios españoles cree que deberían haber recibido más educación financiera en la escuela secundaria. Un vacío de conocimiento cuyo guante ha recogido EFPA España con la creación de una nueva línea dentro de su programa de Educación Financiera. Tras ocho exitosas ediciones impartiendo y asentando ‘cultura financiera’ entre colectivos y grupos de profesionales de todo tipo, en 2023 ponen rumbo a la ‘uni’ con una iniciativa dirigida a →→→

→→→ todos los estudiantes (grado, master y doctorado) y alumnos de la **Universidad Autónoma de Barcelona UAB**. “Cuando antes introduzcamos los conocimientos financieros entre los jóvenes antes podrán tomar mejores decisiones financieras. No hacerlo puede conllevar una mayor inseguridad económica, episodios de sobreendeudamiento financiero y, en el extremo, exclusión financiera”, valora Domingo.

Respuesta unánime

Dicho y hecho. El programa de Educación Financiera para universidades ya camina →→→ firme en la UAB. “En cuanto les propusimos este proyecto de educación financiera, su respuesta fue muy positiva. Quiero aprovechar para agradecer a D. Javier Lafuente, actual rector, y a todo el equipo académico de la UAB, por su acogida y facilidades para iniciar el proyecto”, apunta el coordinador del programa. Actualmente, están trazando un plan organizativo de continuidad, fijando un calendario accesible y que les permita desarrollar talleres entre las diversas universidades y facultades de nuestro país, como la misma UAB. ¿Qué es lo que se están encontrando los formadores? “Principalmente hemos detectado un gran interés por la iniciativa, mucha participación y ganas de aprender”, sostiene Domingo. La respuesta de los universitarios ha sido unánime. “Les ha generado mucho interés por aquello que posiblemente les era familiar o cotidiano y no comprendían o les faltaba información complementaria”, añade. Respecto al resto de programas que imparte EFPA España a otros gremios o sectores, introduce algunas novedades. “El hecho de

La ‘mala’ educación financiera

Solo **uno de cada tres** estudiantes tiene las aptitudes para interpretar y evaluar un estado de cuenta bancario¹.

Alrededor del **15%** de los alumnos españoles no alcanzaron el nivel básico de competencias financieras¹.

El **92%** de los asesores considera que la prioridad en educación financiera es trabajar en todas las etapas educativas².

Solo **uno de cada diez** estudiantes se desempeña en el nivel más alto de educación financiera¹.

Un **73%** de los jóvenes ha comprado algo en línea (solo o con un familiar familiar) durante los últimos 12 meses¹.

Fuente:⁽¹⁾OCDE / Informe PISA y ⁽²⁾EFPA España.

tener un perfil más joven es diferencial y nos permite desarrollar un contenido más iniciático y participativo”, describe.

Un mundo de oportunidades

Cuando los conocimientos financieros entran por la puerta, las malas decisiones saltan por la ventana. Así podríamos definir todo lo que pasa cuando los jóvenes en particular -y la sociedad en general- integran en su ‘saber’ los conocimientos básicos de la cultura financiera. Los beneficios son numerosos y ese es el fin y razón de ser del spin-off del programa de EFPA España dentro de las universidades: “Que aprendan a preguntar y a tomar decisiones”, insiste Domingo. En primer lugar, para saber que la información y la reflexión son esenciales a la hora de gastar, ahorrar e invertir su dinero. Esto les permitirá establecer metas financieras a corto y largo

→ **EL PROGRAMA ADVIERTA sobre el riesgo y la importancia de tomar decisiones ajustadas sobre el uso del crédito. Se trata de desarrollar hábitos de gasto saludables y responsables.**

plazo, y articular su propio plan financiero para alcanzar esas metas. También pueden tomar conciencia de la importancia del ahorro para el futuro, ya sea para una emergencia, un viaje con amigos o para pagar los estudios. En tercer lugar, les advierte sobre el riesgo y la importancia de tomar decisiones ajustadas sobre el uso del crédito (imprescindible para no endeudarse o endeudarse con criterio). Si no conectamos a los jóvenes con el valor del dinero, estos no pueden desarrollar hábitos de gasto saludables y responsables. En EFPA España se tiene muy claro que comprender cuánto cuesta algo, cómo se financia y cuánto tiempo se tarda en pagarlo ayuda a evitar compras impulsivas y endeudamientos tempranos. Algo especialmente importante en tiempos de *bizum* y otros atajos que es necesario poner en contexto. La tecnología, como introduce Esteban, es una aliada y permite avanzar en muchos aspectos. “Pero, si no se reflexiona sobre sus consecuencias puede conllevar riesgos que hay que conocer”, reconoce Domingo.

¿Qué aprenden?

Tras realizar un primer taller, el responsable del programa pone algunos ejemplos. “Lo que nos gustaría es que tomaran decisiones como la de hacer un presupuesto personal que les permita tomar el control de sus finanzas y sobre todo desmitificar que las finanzas no

→ **ADQUIRIR COMPETENCIAS** y una base financiera sólida es clave para su futuro y progreso, pero no parece que el dinero sea un tema recurrente en los programas educativos, ni tampoco en los hogares.

se pueden entender”, remarca el coordinador de EFPA España. Ganas no faltan. “Cuando les preguntamos sobre qué otros conocimientos quieren profundizar nos responden que sobre hipotecas, criptomonedas, fiscalidad, macroeconomía, etc. Nosotros agradecemos esta diversidad de opiniones e intereses, vemos que hemos conseguido despertar esta curiosidad financiera con un primer taller y esto nos anima a continuar y generar nuevos contenidos que les ayuden a adquirir conocimientos y aprender herramientas que les sirvan de cara al futuro”, destaca. Porque saber diferenciar entre gastos fijos y variables, o gastos obligatorios, voluntarios y discrecionales, o los diferentes medios de pago (tarjetas, *bizum*, etc.), entre otros conocimientos, es tan importante como distinguir un semáforo verde, de uno rojo o ámbar. La voz ha corrido hasta los pasillos de otras facultades. “Hemos empezado a hablar con otras universidades y cuando contamos el proyecto en seguida nos dicen que todo el mundo debería tener acceso a talleres de este estilo. Esto nos genera gran satisfacción y nos ayuda a tener claro el rumbo del proyecto”, concluye Domingo ●



Wellington Euro High Yield Bond Fund

Fondo de renta fija para capturar oportunidades de inversión en áreas desfavorecidas del mercado europeo de High Yield.

Comunicación de marketing. Sólo para inversores profesionales. Capital en riesgo. Tenga en cuenta los riesgos antes de invertir. Emitido por Wellington Management Europe GmbH, que está autorizada y regulada por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana (BaFin). Wellington Management Funds (Ireland) plc está registrada en la CNMV con el número 1182.

WELLINGTON
MANAGEMENT®



DESCUBRE MÁS

¿Qué tipo de empresas invierten en capital riesgo? ¿Qué aporta el capital riesgo, además de euros, a quien invierte en él? Son dos de las preguntas que **Mario Sans** lanza a sus alumnos a través de Zoom. Es un viernes de febrero, son algo más de las 17h y la vorágine de la semana -que debería hacer acto de presencia en forma de cansancio entre los asistentes- no parece traspasar la pantalla. Recoge el guante **Vicente Gil**, uno de los alumnos. Él, junto con **Eduard Espejo**, **Montse Bigordà** y otros nueve profesionales se están preparando para obtener el *European Financial Planner* (EFP). Cuentan ya con la certificación EFPA *European Financial Advisor* (EFA), pero este año han decidido dar un paso más. Quieren obtener el certificado que les acredita como 'planners'. Es decir, profesionales capaces de ejercer tareas de planificación financiera personal integral de alto nivel de complejidad y volumen. ¿Dónde? En banca privada, *family offices* y, en general, en servicios de consultoría para patrimonios elevados. Para conseguirlo, deben seguir un programa formativo exigente que les ayude a aprobar un examen que también lo es. Es la única puerta de entrada a este certificado de EFPA España y que supondrá un salto cualitativo en su carrera y en su gestión. En su caso, a través del Instituto de Estudios Financieros (IEF), uno de los centros que acumula más años dedicados en exclusiva a la capacitación y divulgación en finanzas.

Pablo Larraga es el director del Programa de Planificación Financiera (PPF) del IEF que esta entidad imparte varias veces al año para obtener el certificado EFP. Lo primero que destaca Larraga es el carácter voluntario del certificado -y que se deja notar entre quienes deciden ir a por él-. Obtenerlo no es imperativo para ejercer, como sucede con el EFA, por quien hace la apuesta es "porque de verdad quiere". Es el caso de Eduard Espejo. Después de 15 años con el EFA, su jefa le propuso ir a por el EFP. "Vi que podía tener un valor añadido. Hace unos años, en EFA éramos cuatro gatos y hoy, al ser una titulación reconocida, ya somos más de 30.000 en España. El *planner* es una manera de destacar y hacer currículum, además de los conocimientos

EUROPEAN FINANCIAL
PLANNER (EFP)

Cómo se prepara el EFP, el examen más exigente del asesoramiento financiero

Nos colamos en una de las clases preparatorias para el único certificado de EFPA España que le toma el pulso a la actualidad de los mercados y que convierte al asesor financiero en un 'planner' capaz de ejercer la tarea de planificación financiera al más alto nivel: el European Financial Planner (EFP). ¿Cómo se están preparando? ¿Qué es lo más satisfactorio? ¿Es difícil aprobar? Profesores y alumnos responden.

Por **NATALIA PASTOR**.



adquiridos”, comparte Espejo de forma certera. En total, hay 826 certificados EFP en 12 años, pero este año fácilmente se superarán los 1.000. “Aunque no aprueba todo el mundo, el EFP cuenta con un rating de aprobados de entre el 75% y el 80%. Yo siempre les digo a los alumnos que, de los que están aquí, cuatro de cada cinco aprobarán si trabajan”, comparte Larraga.

Más de 200 horas dedicadas

Con una duración de entre 115 horas lectivas, Larraga pone en valor la dedicación de quienes deciden dar este paso. Este año son ocho los programas en marcha para el examen de julio y de noviembre y que suman unos 250 alumnos. “Muy probablemente, esta cifra subirá”, añade.

→ CUANTO MÁS COMPLEJO es el entorno, mayor formación requiere el asesor financiero. Quizá por eso, la cifra de EFP puede superar por primera vez los 1.000 este año, una progresión inédita tras más de 12 años de existencia.

Aunque quienes se inscriben cuentan ya con una base, el tiempo que hay que dedicar es un hecho. Además de las clases, las horas destinadas no deberían bajar de otras 200. “El objetivo es prepararlos a conciencia”, destaca Larraga, uno de los profesionales que se presentó al primer examen para el certificado EFP en 2010. “Se presentaron 25 y aprobamos 16. Yo era el EFA más antiguo, por lo que me he autoproclamado –de manera informal– como el EFP número 1 de España”, comparte entre risas de complicidad. Más allá de la anécdota, lo cierto es que Larraga conoce bien, por dentro y por fuera, todo lo que exige la certificación y destaca una variable. “Un factor que influye es cuánto tiempo hace que el alumno en cuestión obtuvo el EFA. Cuando el EFA está ‘fresco’, se nota. Si no, hay que repasar, aunque en todos los módulos siempre hay una parte de repaso de fórmulas y conceptos”, recuerda. En el caso de Montse Bigordà, otra de las alumnas del grupo que conocemos, es así. Montse quería reorientar su carrera profesional y cambiar de sector. “Empecé con el EIP y el EFA. Me he ido enganchando, me está gustando, y esa es una forma de entrar en el sector más preparada, aunque me falte la experiencia”. →→→

Lo que quizá no sabías de la preparación del EFP:

- Hay tres evaluaciones parciales del curso que ponderan un 70% de la nota.
- En todos los módulos siempre hay una parte de repaso de fórmulas y conceptos.
- La ratio de aprobados oscila entre el 75% y el 80%.

¿Sabías que...

- ... el primer examen de EFP fue en 2010? Se presentaron 25 y aprobaron 16. Hoy son más de 826 certificados, aunque se espera que la cifra supere los **1.000 durante 2023**.

→→→ Una formación exigente

En el otro extremo encontramos a Vicente Gil, que ha empezado dos o tres veces a prepararse para el examen y el día a día le ha podido. “Necesitas tiempo, porque el temario es amplio y con el EFA sacado hace 20 años -y trabajando- llevar adelante un curso de esta calidad es difícil. Es una formación muy exigente y requiere tiempo”, valora. El director del Programa de Planificación Financiera del IEF no duda en ajustar aún más la cifra de horas destinadas: “Si hace mucho que el alumno se sacó el EFA, cuenta unas 250 largas, y, si lo hizo hace poco, entre 150 y 200 horas”. Es tiempo, sí. Tiempo para el temario y tiempo para no perder el pulso a lo que pasa en los mercados puesto que el EFP es un curso “donde hay un componente de coyuntura importante”. Larraga pone un ejemplo. “En el resto de los exámenes de EFPA España no te van a preguntar: ¿Qué ha hecho el Banco de España el mes pasado? En cambio, en el EFP sí te lo pueden preguntar”.

Profesores en primera línea

¿Vale la pena presentarse? Larraga está convencido. “Evidentemente, el alumno tiene un objetivo, que es aprobar, pero cuando acaba el curso muchos te reconocen que están muy

contentos porque han aprendido y han sacado provecho”, comparte satisfecho. Aún sin haber terminado el curso actual, Vicente refuerza esta teoría: “Más allá de conseguir certificación y aprobar el examen, esto ya es muy positivo. La necesidad de formarse en este sector es fundamental. Hay que estar actualizado. Más allá de obtener o no obtener el certificado, el curso vale la pena”. Uno de los motivos que argumenta Larraga y que hacen posible que “los mismos alumnos te llamen o te envíen un mail diciendo que están muy contentos”, es la calidad del profesorado. “Un elemento fundamental y una particularidad”, matiza. “Un profesor de EFP no puede ser un profesor universitario aislado del mundo en su laboratorio o departamento”, añade. Todos los profesores del PPF (Programa de Planificación Financiera, que prepara para optar a la certificación EFP) por la mañana pueden estar diseñando una estrategia de cobertura o de seguros y por la tarde están respondiendo a sus alumnos. “Los profesores son expertos en su día a día en la materia que imparten”, insiste Larraga. En el caso de Mario Sans, en *Private Equity*. Licenciado en Economía y en Derecho, y máster en Finanzas por el IEF, Sans cuenta con más de 15 años de experiencia en finanzas corporativas, valoración de empresas y capital riesgo.

A por la visión periférica

Actualmente, Sans es director general de la sociedad de capital riesgo Integra Capital SCR. “El objetivo de este curso no es dar un conocimiento global sino incidir en las partes más complejas dentro del asesoramiento financiero para especializarte en productos más complejos y poder dar un valor añadido para tu asesorado. Exige una visión muy periférica”, resume Sans. Quizá por eso, sea el mismo mercado quien esté impulsando esta certificación: “Mi sensación es que hay cada vez más interés por este curso y el número de alumnos crece. El mercado lo va demandando: cada vez tienes que estar más especializado y tener una visión más real de lo que es asesorar un patrimonio”. Pero la vorágine de trabajo que acompaña al asesor que quiere

dar el paso puede llegar a ser un obstáculo. “Los profesionales tenemos una carga laboral muy potente y hay limitaciones de tiempo”.

A favor, sin embargo, no solo está el mercado, cada vez más demandante, sino las entidades. “Ellas también quieren tener los profesionales más formados posible para diferenciarse de la competencia, lo que las lleva a impulsar una formación de mayor nivel que la anterior”, comparte Sans, que, tras atenderlos, se presenta en la sala virtual. Enseguida da paso al temario que él mismo interrumpe con preguntas que ponen a prueba la atención y conocimientos de sus alumnos. Le corresponden. “EFP es la formación top dentro del asesoramiento financiero. El que llega ya tiene una base muy buena, pero este es el siguiente escalón para llegar a un conocimiento más profundo”, destaca Sans. La exigencia es compartida para el formador. En 12 años de EFP, el programa evoluciona y cada vez más deprisa. “El formador tiene que adaptarse a su entorno, hacia dónde va el mercado, las tendencias, las nuevas metodologías de análisis y valoración, los ratios, etc.”, describe Sans, colaborador académico del IEF desde 2005 y formador del certificado EFP desde hace ocho años.

Los alumnos ponen nota

Cuanto más complejo es el entorno, mayor formación requiere el asesor financiero. Es la conclusión de Mario Sans, que le da pie a destacar otro factor. “El cliente, que cada vez sabe más, es más exigente. Querrá un interlocutor que sepa de fiscalidad, del mercado de materias primas, de capital riesgo, etc. Esto es lo que exige el cliente y lo que busca la certificación”, resuelve Sans. En el IEF lo consiguen, tal y como

➔ **PARA CONSEGUIR el certificado EFP, los alumnos deben seguir un programa formativo exigente que les ayude a aprobar un examen que también lo es, pero que supondrá un salto cualitativo en su carrera y en su gestión.**

➔ Hablan los expertos



PABLO LARRAGA
[DIRECTOR DEL PROGRAMA]

“Un profesor de EFP no puede ser un profesor universitario aislado del mundo en su laboratorio o departamento”.



VICENTE GIL
[ALUMNO]

“Todo lo que vemos en el curso en el día a día aparece y resulta muy interesante y atractivo poder comentarlo desde un plano más formal y teórico”.



MARIO SANS
[COLABORADOR ACADÉMICO]

“El cliente querrá un interlocutor que sepa de fiscalidad, del mercado de materias primas, de capital riesgo, etc. Es lo que exige el cliente y lo que busca la certificación”.

revela la valoración de los alumnos, que asciende a un 9,5 y engloba el profesorado, el material, la organización, etc. “Los cursos, profesores y directores, tenemos siempre una espada de Damocles: la valoración de los alumnos”, recuerda Larraga, para quien esta nota no es más que un motor para seguir mejorando. Llevan más de 20 años preparando exámenes de EFPA España. “Esto hace que sepamos por dónde van los tiros. Llevamos miles de horas preparando exámenes de EFPA y eso los alumnos lo valoran mucho porque les ahorras trabajo”, concluye Larraga. ●

nombramientos

Objetivo: crecimiento y calidad

Adela Martín (EFA)

lleva 24 años en el sector siempre en banca privada gracias a una beca que la hizo aterrizar directamente en esta área en 1999. Una coincidencia que la atrapó: “Es una muy buena combinación entre un trabajo técnico, especializado, pero también muy de contacto con personas”. También lo define como intelectualmente muy interesante y exigente y muy poco monotonó. Quizá porque, como apunta, en el trabajo en banca privada y gestión de activos hay una parte que tiene que ver con la formación -hay que estar siempre

actualizado- y otra con la información, “con un fondo de armario de lo que



tienes que saber que está ocurriendo a tu alrededor con tu punto de vista y opinión”. “Es exigente pero

muy motivador”, destaca. También lo es el contacto con las personas en general, no solo con los clientes -con perfiles e historias muy diversas-, sino con los equipos y los proveedores, de los que no hay día que Adela no aprenda algo nuevo.

Apasionada de su trabajo, ha estado en dos entidades: **Bankinter**, donde llegó a ser directora de banca privada, hasta que recaló en **Banco Santander** para ocupar el mismo cargo en 2015. En 2021, además de banca privada, empezó a llevar la gestión de activos. Hace un mes ha incorporado a su responsabilidad el negocio de seguros como directora de **Wealth Management & Insurance** de Santander en España. Llevar el Wealth

Management & Insurance al siguiente nivel de crecimiento y calidad es el reto que se ha marcado Martín. Su premisa de cabecera: el control de los riesgos. “Tener medidas mitigantes y de control es fundamental”, añade. Quizá por eso, su principio básico sea la diversificación. “Es clave”, matiza. Como lo es también la búsqueda del equilibrio. Lo encuentra en el yoga, que practica de forma regular y le ayuda a poner la cosas en su sitio, y en el deporte en general. También en el tiempo que pasa con amigos y familia. De hecho, cada vez valora más la palabra disfrutar y de hacerlo “con cosas más sencillas”. ¿Un libro en la mesita de noche? El Principito, cuyas lecciones ha ido extrayendo en cada nueva lectura en la que se sumerge y que colecciona en todo tipo de objetos. ✱

Actualidad, análisis y formación continua

● “Parece que fue ayer, pero han pasado ya más de 25 años”, recuerda **ANTONIO PÉREZ-LABARTA (EFA)**. ¿De cuándo exactamente? De su primer trabajo ‘serio’. Fue -nada más y nada menos- que en **JP Morgan** en Londres. “Entré en un programa de formación de nuevos directivos, lo que me permitió ver distintas áreas del banco”, recuerda. Precisamente, en una de las rotaciones, entabló buena relación con la mesa de derivados de Invercaixa, donde le

ofrecieron una posición. De allí pasó a gestión de fondos en **Caja Madrid (Bankia)** y vuelta a **Caixabank**. Hoy protagoniza un nuevo cambio, hasta **atl Capital**, como responsable para desarrollar el negocio de activos ilíquidos. “Es básico no acomodarse en una entidad”, comparte. Tiene claro también que su profesión exige una formación continua: “Trabajar en



finanzas hace necesario tener opinión y un conocimiento amplio respecto a temáticas muy variadas”. Una lección que brinda al lector: “Dedícale

tiempo a recopilar y entender toda la información que puedas, trata de analizarla con el mayor detenimiento posible, no te garantizará el no equivocarte, ¡pero acotará los daños!”.

Con nuestros clientes
nos implicamos,
compartimos,
recorremos el camino
juntos, proyectamos,
nos ilusionamos.

Somos Family Bankers®.



Nos gusta ayudar a nuestros clientes a alcanzar sus metas. Nos gusta acompañarlos día a día, meta a meta, reto a reto. Porque planificar el Ciclo Financiero de la Vida de nuestros clientes es mucho más que asesorar.

nombramientos



Objetivo: proyección profesional

● Lo de **MARÍA ESPINAR (EIP)** con los números fue un flechazo. De pequeña, iba para médico, pero una asignatura de economía en bachillerato se cruzó en su camino: "Me apasionó y desde entonces supe que quería dedicarme a esto". Su trayectoria como gestora de patrimonios comenzó en **Banco Mediolanum**. "Allí aprendí muchísimo", traslada Espinar, que posteriormente recaló en **Mapfre** hasta su puesto actual, en **Arquia**. Un cambio impulsado por la búsqueda de proyección profesional: "Quería nuevos retos, más responsabilidades, nuevas oportunidades de hacer y aprender cosas nuevas". Para Espinar, gestionar patrimonio es una de las cosas más importantes en la vida de las personas. "Tenemos un trabajo muy importante, porque una mala gestión puede tener graves consecuencias para los clientes", valora esta madrileña que prefiere vivir en las afueras, con vistas a la sierra y en contacto con la naturaleza. "La importancia del ahorro" es su mantra personal. "Por si en el futuro, nos vienen mal dadas, que el dinero no sea uno de nuestros problemas", apunta.

Una gallega en la FIBA

● Vinculada al sector financiero desde hace más de 20 años y directora de Abanca en EE.UU. desde 2018, el año ha empezado para **MÓNICA VÁZQUEZ (EFA)** con una gran noticia: su entrada en la junta directiva de la Asociación de Negocios Financieros e Internacionales (FIBA). "Es un placer ser parte de este proyecto", comparte Vázquez. Apasionada de los desafíos, Mónica se debe a dos objetivos personales: por un lado, aprender algo nuevo cada año: "Procuro hacer alguna formación específica cada año". Ha obtenido varias certificaciones financieras en Europa y USA, incluida su formación en EFPA y algunos cursos de especialización en escuelas



como IE, Harvard y Wharton. Por otro lado, procura leer todo lo que puede. "Es el mejor entrenamiento para el crecimiento personal

y profesional", explica. Es cierto, si le preguntamos por sus lecturas de cabecera advierte: "necesitaría una entrevista solo para esto". Madrileña de nacimiento, desde hace cinco años reside en Miami, "una ciudad donde la multiculturalidad, la innovación y el talento emprendedor alcanzan la máxima expresión". "1.000 dólares es mucho para gastar, pero poco para tener ahorrado", es una de sus máximas financieras. ¿La otra? Lo que siempre pensamos que nunca ha ocurrido está destinado a ocurrir así que siempre hay que estar preparado para lo inesperado.

Una gran carrera en banca privada

● **CRISTINA CARRERAS (EFA)** cuenta con 25 años de experiencia en el sector, los últimos 16 en Banca Privada. Desde enero se ha incorporado como banquera privada en **Creand Wealth Management**. Tiene claros los objetivos: "Potenciar la llegada de nuevos clientes, el asesoramiento y la gestión de carteras". Y más claro aún qué es lo que más le gusta de su



profesión. "Me obliga a una permanente actualización y al crecimiento personal a todos los niveles", destaca. Natural de Barcelona, ciudad que define como cosmopolita y vibrante, aunque

las novelas de Julia Navarro y Sandra Barneda son otros de sus 'lugares' favoritos. "Me fascinan", apunta. Entre los retos financieros que marcarán este 2023, Carreras destaca uno en particular: "hacer entender a los clientes la oportunidad que se presenta en renta fija, un activo a tener muy en cuenta, sobre todo en las carteras de nuestros clientes más conservadores".



Testigo de la transformación del sector

● **JOSÉ ANTONIO PÉREZ MURIEL (EFA)** suma más de 30 años relacionado con un sector financiero en permanente transformación. Recuerda con cariño sus comienzos, en **Banco Popular**, aunque hoy se disponga a abrir una nueva etapa: dirigir la oficina que **Caja de Ingenieros** -entidad que acaba de celebrar sus 55 años de historia- tiene en Málaga. Su misión: "continuar con su proyecto de banca cooperativa y socialmente responsable, donde no hablamos de clientes, sino de socios y socias". Extremeño de Trujillo, reside en Málaga desde hace 20 años. A José Antonio, que es delegado de servicios de EFPA España para Andalucía Oriental, nada le gusta más que compartir actividades con sus hijos, y lo consigue. "Somos seguidores del equipo de baloncesto de Málaga y tratamos de asistir a todos los partidos", presume. Para ellos y para todos, José Antonio recurre a su lección de cabecera, básica, pero infalible: nunca gastar más de lo que ganas.



Si quieres conocer más en profundidad a los protagonistas de este número, accede a través de este QR a la revista digital de Asesores Financieros, donde encontrarás más detalles y otros nombramientos destacados.

Ser mejor profesional cada día

● La primera experiencia laboral que tuvo **BRUNO TREVIÑO (EFP)** fue una beca de Banca Privada en **Bankinter**. Lo tuvo claro: era lo suyo. Aunque no pudo quedarse, no tardó en llegar su siguiente gran oportunidad: "Fue en liquidación de renta fija internacional en **BBVA**". Un trabajo que le divertía, pero en el que echaba algo de menos: el contacto con los clientes. Fue entonces cuando le llamaron de **Banca March**, de donde guarda un excelente recuerdo y grandes amigos. Su llegada a **Norwealth** se fragó tras viajar a Bilbao, donde conoció a todo el equipo de la mano de un compañero



que se había incorporado recientemente. "No tuvimos duda alguna de querer ser parte de este proyecto", explica Treviño. Su parte favorita: aportar valor a los clientes en las diferentes ramas de su patrimonio. "Soy consciente que gestionamos los objetivos vitales de nuestros clientes. Y ello supone querer ser mejor profesional cada día que me levanto", añade. Natural de Murgia, a los 14 ya le apasionaban los mercados financieros. Hoy reside en Madrid, ciudad que describe 'tergirversando' una frase a Andrés Calamaro: "Lo que no hay en Madrid es que no existe".



Asesorar desde la ética y los valores

● "El giro en mi trayectoria hacia la banca privada significó un salto cualitativo en el asesoramiento financiero patrimonial y desde entonces no he dejado de especializarme", recuerda **HELENA MARTÍNEZ LOSADA (EFA)**. Con más de 20 años de experiencia en el sector bancario, su trayectoria profesional arranca en el centro hipotecario en **Bancaja**, aunque posteriormente se incorporó a la Dirección de Negocio. Tras pasar por Banca Privada en **Bankia** y recalar

en **Caixabank**, ha llegado al área de Wealth Management en **Banco Mirabaud**. Su visión del 'oficio' pasa por seguir asesorando con honestidad y "sin perder mis valores y la ética como profesional y como persona, que siempre he defendido". Licenciada en Derecho por la Universidad de Valencia, el objetivo de Helena es claro: "Ser la asesora patrimonial de referencia de mis clientes y de sus negocios y seguir sintiéndome muy satisfecha con el desempeño de mi profesión". Sin olvidar su otra afición: disfrutar de la compañía de su familia y amigos y hacer deporte. También la cocina, especialmente la tradicional española, que practica en su casa, en un entorno rodeado de naturaleza que la aporta una gran tranquilidad. El libro que hoy atrapa a esta asesora valenciana es "El italiano" de Arturo Pérez-Reverte, una novela histórica basada en hechos reales.

➔ ● **ESTHER DEL RINCÓN (EFP)** lleva casi 10 años compartiendo inquietudes y metas con sus clientes, "identificando necesidades, acompañándolos en los momentos de mayor incertidumbre". Empezó su andadura un año antes del crack del siglo XXI: Lehman Brothers o, como lo define: la "tormenta perfecta" y, con ella, "un reseteo mental de muchas cosas". Ese acontecimiento marcó de alguna manera los primeros años de su trayectoria



El ahorro es imperativo

profesional dejando en ella una gran impronta: "eres consciente de que todo está conectado". Esther ha pasado por **Inversis Banco** (particulares), y posteriormente **Andbank** tras la compra, una época de aprendizaje constante a gran velocidad y mucha intensidad. De ahí, pasó a una Fintech, una apuesta personal que supuso una experiencia muy enriquecedora, hasta que se incorporó a la AV de **Caser Asesores Financieros**. En 2023 inicia un nuevo camino en el equipo de **Redes**

Externas de Creand WM. Lo que a Esther más le gusta de su trabajo no es una parte, sino una perspectiva: todo lo que tiene que ver con innovar, crear, buscar nuevas oportunidades, indagar. Para esta licenciada en ADE por la Universidad Complutense, la vida puede tener muchos imprevistos. "El ahorro es imperativo, un reto de obligado cumplimiento", concluye. "Sé educado con tu dinero", de Francisco de Asís Romero Lauzén, es una de sus últimas lecturas, fácil y que recomienda encarecidamente.

La dualidad de objetivos, certificativos y asociativos, de EFPA España

JOSEP SOLER*



A diferencia de la mayoría de las entidades y asociaciones profesionales en el sector financiero, EFPA España tiene una dualidad de objetivos y funciones. Por una parte, la certificadora y recertificadora de cualificaciones profesionales (tenemos esta función por reconocimiento de

supervisores españoles, pero también por nuestra afiliación a EFPA Europa, con acreditaciones comunes en todos los países donde estamos establecidos). Por la otra, la profesional asociativa (como aparece en nuestros Estatutos, definiéndose como asociación profesional a través de su estructura y financiación vía cuotas individuales de los miembros con certificación en vigor).

La principal tarea y dedicación de EFPA España, además de convocar y realizar los exámenes de certificación, es la formación continua o, como acuña la terminología anglosajona, la denominada CPD (acrónimo en inglés de Continuing Professional Development). A través de ella, unimos las dos grandes funciones de nuestra entidad o, si se quiere, sus dos caras: la certificadora y la asociativa. Dos formas, en cualquier caso, de aproximarse a la excelencia.

Así, EFPA España se ocupa de la formación continua como exigencia de la renovación anual de las certificaciones a través de las necesarias horas de formación, pero también como misión esencial de un cuerpo asociativo que busca prioritariamente el desarrollo y mejora profesional. Para ambos objetivos, se precisa la continuada ampliación de los conocimientos necesarios y de las competencias requeridas de los profesionales en un sector muy exigente y dinámico.

Los conocimientos están en permanente exigencia de actualización para acompañarnos a un sector en rápida y profunda transformación. Ahora, por ejemplo, con especial énfasis en la digitalización y la sostenibilidad, los dos grandes ejes y retos actuales de evolución del sector en particular y la sociedad en general. Para las competencias profesionales, la presión para ser desarrolladas viene generada por una demanda creciente de los clientes, de las entidades y de la supervisión hacia los asesores para que crezcan en capacidades, habilidades y talento. Quizás, ahora entre las más requeridas se encuentren la asertividad, la iniciativa personal, la resiliencia y la productividad; todas ellas vitales en los servicios financieros.

De esta forma, y con absoluta determinación y complicidad para con nuestros 35.000 miembros y más de 50.000 certificados en vigor, EFPA España organiza, valida y registra 1.400.000 horas de formación continua anuales, de las cuales, casi medio millón lo son a través de las propias actividades y eventos organizados por la asociación. Una labor hasta ahora muy bien evaluada por los profesionales miembros de EFPA España, pero con el reto permanente de ampliarlas, renovarlas y mejorarlas para responder a los desafíos y exigencias de una profesión tan necesaria como apasionante. ●



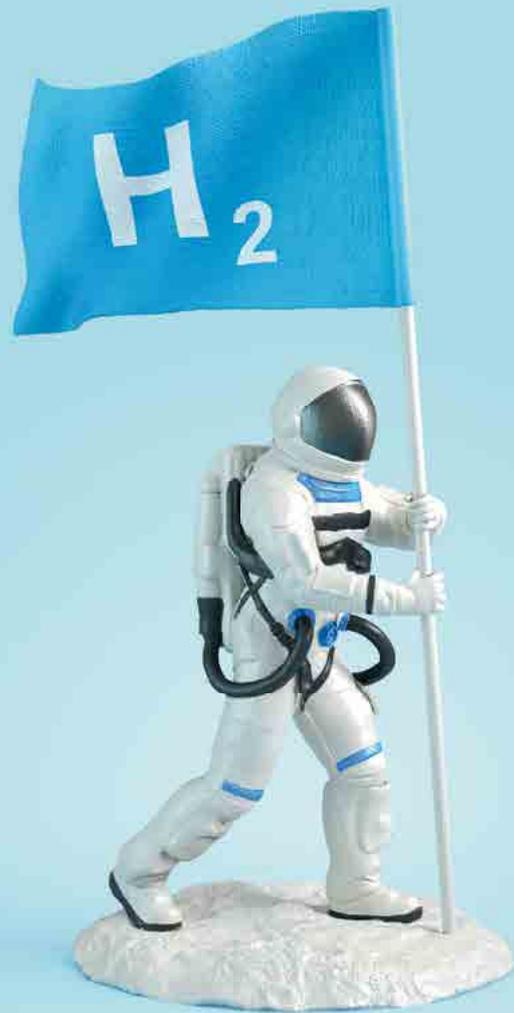
*Delegado ejecutivo EFPA España y editor de Asesores Financieros EFPA.

RENTA FIJA

Renta Fija. Con flexibilidad de pensamiento.

Más de 200 expertos con una visión diversa y global le ofrecen un enfoque flexible en renta fija. Porque en un mundo que no se detiene, hay que seguir moviéndose.





Hidrógeno

Un gran paso para su inversión y para la transición energética.

CPR Invest - Hydrogen, una oportunidad para crear valor invirtiendo en el ecosistema del hidrógeno:

- un mercado innovador de gran potencial;
- que podrá cubrir alrededor del 17% de las necesidades energéticas en 2050**;
- ayudando a reducir las emisiones globales.

amundi.es

Fund. managed by 

La confianza se gana

Amundi
ASSET MANAGEMENT

*Fuente: IPE "Top 500 asset managers" publicado en junio 2021 según volumen de activos gestionados a diciembre 2020. Fondos sin garantía de capital ni rentabilidad. **ETC (Energy Transition Commission), "Making the Hydrogen Economy Possible", Abril 2021. Documento promocional no dirigido a ciudadanos o residentes de EEUU de América o cualquier "persona estadounidense" como define la "US Securities Act de 1933". La compra de participaciones debe basarse en el último Folleto, KIID, estatutos, e informes anual y semestral registrados en CNMV. Consulte la documentación legal gratuitamente en Amundi Iberia SGIC, SAU, entidad comercializadora principal en España registrada en CNMV nº 31 (Pº Castellana 1, Madrid 28046), o en www.amundi.com. Antes de suscribir, asegúrese que esté permitido por la normativa vigente y compruebe sus repercusiones fiscales. Debe considerar si los riesgos asociados son adecuados a los posibles inversores, que deben comprender el contenido del documento. Invertir implica riesgos, los accionistas pueden perder todo o parte del capital inicialmente invertido. Ni el capital ni la rentabilidad están garantizados; y rentabilidades pasadas no garantizan ni son indicativos de resultados futuros. Documento con carácter publicitario, simplificado, sin valor contractual. No constituye recomendación, solicitud, oferta o asesoramiento sobre inversiones. CPR Invest - Hydrogen es un subfondo de CPR Invest SICAV, gestionado por CPR Asset Management, compañía del Grupo Amundi. CPR Asset Management está autorizada en Francia y regulada por el regulador francés Autorité des Marchés Financiers (AMF). Subfondo autorizado en Luxemburgo y supervisado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). En España, la IIC extranjera CPR Invest está registrada en CNMV con el número 1564. Abril 2022. | W