

ASESORES EFPA **financieros**

NÚMERO 4, JULIO DE 2021 • 4€.

ASESORAMIENTO

○ **Errores que hay que corregir, según la CNMV**

SELECCIÓN DE PERSONAL

○ **Las cualidades que ahora se valoran más tras la pandemia**

Warren Buffett

LAS DESOLADORAS PREVISIONES SOBRE LA RENTA FIJA



ESPECIAL
30
PÁGINAS

Los imprescindibles
Fondos de Renta Fija



Pedro Guerrero, presidente de Bankinter **“No es seguro que la supervivencia de la banca sean las fusiones”**

JORNADAS EFPA 2021

"Asesorando hacia la recuperación"

- Los clientes tras la crisis
- La economía post pandemia: ganadores y perdedores
- Los mercados que surgen de la crisis COVID
- Avanzando hacia el futuro: una profesión imprescindible

www.jornadas.efpa.es/octubre-2021



5 y 6 de OCTUBRE 2021

mediolanum BANCO

Aberdeen Standard
Investments

Schroders

Vontobel

Janus Henderson
INVESTORS

JUPITER
Asset Management

J.P.Morgan
Asset Management

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Los asesores y la vuelta a la normalidad



Foto: Pablo Almansa

SANTIAGO SATRÚSTEGUI

Presidente de EFPA España



La vacunación masiva avanza cada día a mejor ritmo y cabe ser moderadamente optimistas de cara a un verano en el que parece que podremos disfrutar de una añorada normalidad, con gran parte de la población inmunizada y una cierta libertad para viajar y recuperar algunos de los hábitos que nos eran naturales antes de la pandemia, pero que tanto hemos extrañado en estos últimos meses. Además, los mercados mantienen una evolución positiva,

cerca de recuperar ya niveles precrisis, descontando así la posibilidad de tener cada vez de más cerca la luz al final del túnel. En definitiva, se abre una nueva perspectiva para los próximos años, donde el optimismo y la expectativa de recuperar parte de nuestra vida anterior se convierten casi en una realidad, sin obviar que el virus todavía está lejos de desaparecer y que resulta más necesario que nunca extremar precauciones.

En todo este tiempo, los asesores financieros habéis jugado un papel fundamental acompañando siempre a los clientes y ofreciendo vuestra experiencia y conocimiento para adaptar sus estrategias a cada momento del mercado, atemperando sus miedos y evitando así la toma de decisiones precipitadas que pudieran perjudicar el rendimiento de sus carteras de inversión hasta niveles imposibles de recuperar.

En este nuevo escenario, la labor del asesor financiero continuará siendo esencial, ya que la alta volatilidad que inunda los mercados desde hace tiempo, el entorno de tipos bajos que se mantiene prolongado sine die, o el incremento de las tasas de ahorro durante la pandemia propician un caldo de cultivo en el que existe una necesidad real por revisar las estrategias de inversión de los clientes para adaptarlas al perfil e intereses de cada uno, con el fin de preservar su capital en situaciones complicadas y obtener rentabilidades acordes a su nivel de riesgo tolerado en situaciones de bonanza. A todo esto, se suma la aparición de nuevos activos alternativos que están despertando el interés de inversores, en especial de un perfil más joven, lo que supone un hecho positivo, pero que implica un esfuerzo extra para evitar volver a la espiral de un pasado no tan lejano, donde la falta de información sobre algunos productos financiero provocó serios desequilibrios.

Justo ahora, que recuperamos una cierta estabilidad, conviene analizar qué están haciendo los españoles con ese ahorro creciente impulsado por las restricciones de la pandemia y consolidar la labor de los asesores para ayudar a superar ese mantra que persiguió al ahorrador español enfocado a los depósitos y la inversión en vivienda. El futuro será del asesoramiento financiero y de sus profesionales o no será. ●



PRESIDENTE
Santiago Satrustegui

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
Carlos S. Ponz, Carlos Azuaga, Gonzalo Toca, José María Camarero, Cristina J. Orgaz, Rut Valls, Luis Torras.

Análisis en este número
Pío Cabanillas, Fernando Luque, Fernando Zunzunegui, Pablo Larraga, Alban de Fay, Kevin Thozet, Monther Pettaieb-Loriot.

Diseño
Lourdes G. Castaño
Fotografía
Alex Rivera
Ilustración
Maitte Niebla, hola@maitteniebla.com
Fotografía de portada
REUTERS PICTURES

PUBLICIDAD
EFPA España
Tfno. 934121008

ADMINISTRACION
Beatriz Jurado, bjurado@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



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

➤ Warren Buffett ha lanzado una desoladora previsión para la Renta Fija. Inversores y asesores financieros vigilan de cerca su evolución.



16

DESCONFIANZA

➤ En el mercado inmobiliario que se mueve entre el BOE y la pandemia.

FORMACIÓN

➤ Las cualidades más valoradas en la selección de asesores.



82



Pío Cabanillas.

38

UN EQUIPO

➤ El que forma la dirección de la BME, el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros.



70

ASESORES EFPA financieros

3. Editorial.

Santiago Satrustegui.

6. Renta Fija

El mal augurio de Buffett.

16. Ahorro. Vuelta

al conservadurismo.

22. Mercado inmobiliario

Entre el BOE y la pandemia.

26. Asesoramiento.

Errores al descubierto.

30. Entrevista. Pedro Guerrero,

presidente de Bankinter.

38. Invitado. Pío Cabanillas.

39. EXTRA. Fondos de

Renta Fija.

42. Encuesta a asociados.

48. ¿Hay alternativa?

52. Los bonos soberanos.

56. Oportunidades y bonos corporativos.

60. La renta fija sostenible.

64. Entrevista a David Maroto.

66. Oferta de Fondos.

68. Punto final. Pablo Larraga.

70. Entrevista al equipo de BME.

76. FUNCAS. Una prestigiosa e influyente fundación.

82. Selección de personal, cualidades tras el Covid-19.

88. Regulación Financiera. Últimas novedades.

92. Libros. Una selección de Luís Torras.

94. Jornadas de octubre.

96. Primeras certificaciones ESG.

100. Noticias. De EFA a EFP.

102. Nombramientos de asociados.

106. Al cierre. Josep Soler.

Foto: Alex Rivera



30

PEDRO GUERRERO
 > El presidente de Bankinter, Pedro Guerrero, voz experta para hablar del sistema financiero español y sus perspectivas.



26

Sede central de la **CNMV**, que ha elaborado un nuevo informe sobre los errores del asesoramiento financiero a partir de la labor de sus clientes simulados.



16

ELENA ARMENGOT
 > "Tras la pandemia, los inversores diversificarán sus carteras para lograr rentabilidad en cualquier momento".

MARÍA REYES BARQUERO
 > "Con mi certificación *EFPA ESG Advisor* pretendía adquirir las competencias para poder asesorar con criterio a mis clientes".



96



DAVID MAROTO
 > "El 80 por ciento de la deuda de Telefónica son bonos y pagarés".



39



EXTRA

LOS IMPRESCINDIBLES FONDOS DE RENTA FIJA
 Pese a las malas previsiones para los que tienen en cartera este tipo de fondos, es difícil encontrar alternativas.

WARREN BUFFETT

Los malos presagios sobre la renta fija



El mayor inversor del planeta advierte de las graves incertidumbres y riesgos que deben asumir quienes están invertidos en activos de renta fija. Inversores y asesores se llenan de dudas ante

el futuro de este activo fundamental y difícil de sustituir en las carteras.

Por **RAFAEL RUBIO** | Ilustraciones **MAITE NIEBLA.**



E

está considerado como el mayor inversor del mundo. Además, como un inversor de éxito y, pese a su austera vida, es una de las personas más ricas del planeta. Sus recomendaciones -fue considerado por la revista Time como uno de los hombres más influyentes del mundo- son consideradas casi como un auténtico mandato para muchos profesionales del mundo financiero. Le llaman “el Oráculo de Omaha”, de la ciudad del estado de Nebraska en la que nació hace ya casi 91 años. Por todo ello, su última carta anual, que hizo llegar a los accionistas de su empresa, **Berkshire Hathaway**, llenó de inquietud a muchos ahorradores e inversores y, también, a la mayor parte de los asesores financieros.

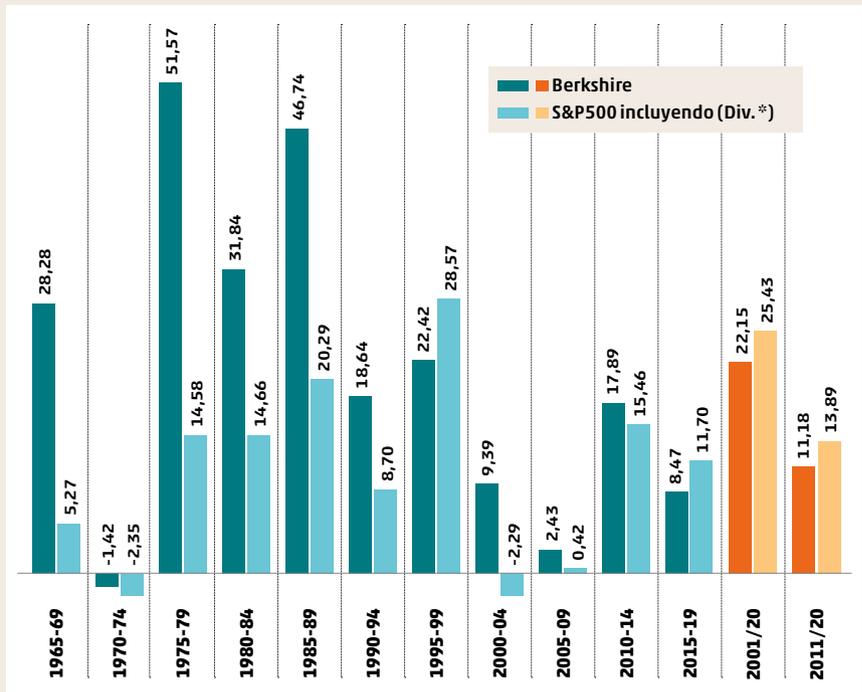
No es habitual que, en sus cartas, Buffett haga afirmaciones tan tajantes como la que contiene su última misiva al referirse a las expectativas de los activos de renta fija. Es bien sabido →→→

→→ que nunca ha mostrado una gran apetencia y sensibilidad por ese tipo de activos porque lo suyo es la inversión en valor y se siente especialmente atraído por aquellas compañías que, bien gestionadas, tienen valor en sus propios balances. Los éxitos de sus inversiones provienen de apuestas por la renta variable de forma estable y a largo plazo.

Las afirmaciones del “Oráculo de Omaha” lueven sobre mojado y las ha hecho en un momento en el que se pudieran estar dando las condiciones para que se descargara una tormenta perfecta sobre unos activos tan fundamentales para cualquier cartera como los de renta fija. Algunos expertos afirman que, antes de la pandemia, había ya una tendencia que ahora parece confirmarse, por lo que no dudan en afirmar que “se esperan meses tumultuosos”. Un informe de *Oxford Economics Global Risk* señala a la inflación y a las turbulencias que puede desencadenar en el mercado como el tercer gran riesgo para la economía en los dos próximos años. Se percibe, además, como un riesgo creciente sólo superado por nuevos cierres nacionales a nivel mundial y restricciones de salud pública como consecuencia de nuevas variantes del virus.

La subida de la inflación, el incremento de los tipos de interés, el crecimiento mundial de la deuda, especialmente, de la deuda soberana, los riesgos de aumento en las suspensiones de pago de los emisores como consecuencia de la pandemia... Y, en medio de todo ello, las inquietantes palabras de Buffett: “Los inversores en renta fija mundial se enfrentan a un futuro desolador”, decía en la carta dirigida a los accionistas de su empresa. Insistió, además, en que los bonos no son lugar para estar invertidos y facilitó argumentos al señalar que “los intereses disponibles

RENTABILIDADES BERKSHIRE/S&P500



Fuente: Carta a los accionistas Berkshire (February 27, 2021)

*Medias geométricas anuales para los períodos considerados. S&P 500 con dividendos.

Autor gráfico: Héctor Robelló, profesor de finanzas del Institut d'Estudis Financers.

Las rentabilidades del Oráculo de Omaha

● A la vista de los resultados de las inversiones realizadas por Warren Buffett desde 1965 hasta ahora, podría decirse aquello de que “cualquier tiempo pasado fue mejor”.

Es verdad que el beneficio medio anual en esos 55 años ha sido del 20 por ciento, casi el doble de la

revalorización del índice S&P 500, donde cotizan las empresas por las que apuesta. Pero si uno analiza los resultados de los últimos años, se llega a la conclusión de que Buffett ya no acierta tanto a la hora de elegir sus inversiones. En los últimos diez años, el valor de las empresas por las que ha invertido se ha revalorizado un

poco más del 11 por ciento, mientras el índice del S&P llegó casi al 14 por ciento.

Todo indica que, desde la crisis financiera de 2008, el “Oráculo de Omaha” ha tenido serias dificultades para vencer a su índice de referencia. Desde 2008, las inversiones de Buffett han incrementado su valor en poco menos del 8 por

ciento, mientras el S&P500 lo hizo casi en un 10 por ciento.

En cualquier caso, el histórico de rentabilidades de las inversiones de Buffett es una auténtica montaña rusa con un año (1974) en el que llegó a perder más de un 48 por ciento y otro (1979) en el que logró una revalorización superior al 102 por ciento. *

recientemente de un bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años han caído un 94% desde el rendimiento del 15,8% disponible en septiembre de 1981. En algunos países grandes e importantes, como Alemania y Japón, los inversores obtienen un rendimiento negativo de sus billones de dólares de deuda soberana". Y, para que quedara clara su advertencia, concluyó: "Los inversores de renta fija de todo el mundo, ya sean fondos de pensiones, compañías de seguros o jubilados, se enfrentan a un futuro sombrío".

El gran riesgo

¿Una exageración? ¿Una forma de animar a los inversores a que lleven su dinero a los mercados de renta variable donde él tiene sus principales posiciones? Como suele ocurrir en estos casos, hay opiniones para todos los gustos, aunque la mayoría ha preferido no hacer caso a estas "desoladoras y sombrías" apreciaciones y expectativas sobre los activos de renta fija. José Manuel Amor, socio director de Análisis Económico y de Mercados de **Afi**, considera que "la renta fija ha tenido unas rentabilidades espectaculares en las últimas tres décadas. Si miras hacia delante, con una normalización de la economía y un incremento de la inflación y de los tipos, hay riesgo de que se produzcan minusvalías latentes

→ A PRINCIPIOS del pasado mayo, cerca del 80 por ciento de los bonos en Europa tenía rentabilidades negativas. Es decir, la inversión en estos bonos hasta su vencimiento tiene una pérdida segura.

porque, a la mínima que suban los tipos, vas a perder. Los bonos son más peligrosos cuanto más bajos son los tipos y a ello se debe referir Buffett". Por su parte, Inés del Molino, directora de cuentas de **Schroders**, trata de explicar aquellas afirmaciones señalando que "es probable que las rentabilidades de la próxima década sean considerablemente inferiores a las de la década de 2010. Además, se espera que la cobertura del riesgo de la renta variable mediante los bonos sea menos fiable que en los últimos 20 años".

¿Cuál es el mayor riesgo que amenaza a los activos en renta fija de la cartera de los inversores? "En primer lugar, el propio ciclo económico que puede llevar consigo mucha o poca inflación", dice José Manuel Amor. "Si se produce una alta inflación, los bancos centrales tendrán que subir los tipos de interés.

Además, no sólo subirán los tipos, sino que disminuirán la compra de bonos y la FED y el BCE son los principales compradores, lo que supondría que habría que ofrecer mayor rentabilidad para colocarlos. Esta situación perjudicaría especialmente a la Deuda Soberana porque la nueva deuda sería muy cara. El principal problema no es el stock de deuda sino el coste de la nueva deuda". "La inflación -dice Del Molino-, siempre supone un problema para los inversores en renta fija, ya que erosiona el valor real de la deuda, haciendo que los precios suban, pero sin que suba el valor de la deuda".

Jacobo Anes, director de estrategia de ahorro/inversión de **Liberbank**, considera que el mayor riesgo es "el estrechamiento de diferenciales junto con un aumento de las expectativas de inflación que anuncian un rebalanceo de riesgos más acorde con la fase del ciclo que iniciamos". Sin embargo, opina que "una cartera correctamente construida debe ser capaz de monitorizarlos y gestionarlos en función de la probabilidad de que sucedan y su potencial impacto. Una adecuada diversificación geográfica y por tipo de activo ayuda a mitigar estos riesgos".

Una voz tan autorizada como la de Janet Yellen, secretaria del Tesoro de Estados Unidos, afirmaba ya a primeros de mayo que "los tipos de interés podrían tener que subir para →→→

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](https://www.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

→→ evitar el sobrecalentamiento”. Daba por hecho el crecimiento de la inflación y su repercusión en los tipos de interés. Es verdad, que las enormes ayudas del presidente Biden han impulsado el ciclo al que se referían nuestros dos expertos y los riesgos son mayores en Estados Unidos que en Europa, por si la Fed comienza a cambiar su estrategia.

Existe otro riesgo a tener en cuenta: el posible aumento de las suspensiones de pagos de los emisores. José Manuel Amor considera que tal riesgo es grande entre las pymes, pero no en los principales emisores corporativos, que son las grandes empresas. “Moody’s prevé para este año -dice- un 3,2 por ciento de *defaults* en emisiones de *high yield*, las emisiones más especulativas y de mayor riesgo. Es un porcentaje muy bajo teniendo en cuenta el 8 o 9 por ciento que hemos visto en crisis más recientes”. El año pasado, la tasa de *default* llegó al 6 por ciento y la empresa que no ha quebrado es difícil que pueda hacerlo a partir de ahora”.

Por todo ello, el de la renta fija se ha convertido en un mercado con excesivos riesgos y una remuneración muy limitada y está causando muchos dolores de cabeza a gestores y asesores. Sólo algunos datos más: a finales de 2020, teníamos 14,74 billones de euros en bonos gubernamentales cotizando a unos niveles que representaban intereses negativos. A principios del mes de mayo de este año, justo cuando el Banco de Inglaterra disminuía la compra de bonos, que podría ser el preludio de un aumento de tipos, cerca del 80 por ciento de los bonos en Europa tenía rentabilidades negativas. Es decir, la inversión en estos bonos hasta su vencimiento tiene una pérdida segura. Esta anomalía del mercado, con tipos de interés negativos, no se

había producido nunca y es debido a la política monetaria que se ha llevado a cabo en Estados Unidos, Unión Europea y Japón.

La principal característica del mercado de bonos es la colosal creación de dinero de los bancos centrales y su consiguiente compra de activos financieros, especialmente bonos gubernamentales, aunque, también, acciones, bonos de empresa

y activos ligados al sector inmobiliario. Y este escenario no sólo preocupa a gestores y asesores financieros, sino a los propios ahorradores e inversores. Hay que tener siempre muy presente que, pese a que en los últimos años se percibía una cierta tendencia a incrementar sus posiciones en renta variable, el perfil del inversor español es conservador. Y ese tipo de perfil demanda activos bancarios

Termómetro del riesgo en renta fija

Un activo de renta fija puede acumular distintos tipos de riesgo. Los más importantes, incluyendo su actual nivel de riesgo, son los siguientes:

Riesgo de tipos y riesgo de precios.

Cuando los tipos de interés de las nuevas emisiones aumentan, los precios de las ya existentes bajarán. El efecto de una variación de tipos es mayor cuanto mayor sea el tiempo que reste para la amortización.

Los responsables de los bancos centrales insisten en que no aumentarán los tipos de interés. Sin embargo, se dan indicios de un aumento de la inflación, lo que podría tener sus consecuencias sobre este tipo de riesgo al obligar a la FED y al BCE a retocar al alza, aunque levemente, sus tipos e ir disminuyendo las compras de bonos.

Riesgo de crédito o insolvencia.

Riesgo de que el emisor de un valor no pueda hacer frente a sus pagos (tanto de cupones como de reembolso del principal). El emisor puede ser una empresa, una entidad financiera, el Estado u otro organismo público.

En el caso de las empresas, emisoras de bonos corporativos, están por ver los efectos de la crisis provocada por la pandemia al haber reducido de forma importante su facturación. Muchas de estas empresas sobreviven, por el momento, gracias a las ayudas recibidas de los Estados, pero tales ayudas podrían estar ocultando unos *defaults* inevitables, aunque probablemente afecte más a las pymes que a las grandes empresas que son las emisoras de bonos.

Riesgo de falta de liquidez.

Problema que se suscita cuando el inversor necesita recuperar el dinero con rapidez. Algunos productos, considerados de renta fija, penalizan la recuperación del dinero antes de su vencimiento.

Existe mucha liquidez en el mercado y parece, en este momento, un riesgo menor. Sin embargo, algunos inversores deberían tomarlo en cuenta, especialmente a la vista de las consecuencias que la pandemia está teniendo en el mundo laboral y empresarial. ✱

tradicionales y mucha renta fija, pese a que va calando en ellos que ya no puede considerarse una inversión sin riesgo y su remuneración es muy limitada.

No estamos en aquellos momentos del pasado en los que invertir en bonos de Estados desarrollados parecía la inversión más segura a medio y largo plazo. De hecho, se ha producido ya una caída en la valoración de la mayoría de los fondos de renta fija que ha sido mayor, precisamente, en los fondos que invierten en bonos estatales a largo plazo como refugio “El miedo –dice Lara Palomino, Senior Banker de **Santander Private Banking**- ha sido un ingrediente clave en las conversaciones recientes sobre inversiones. Hay un exceso de dinero

colocado en liquidez, a la espera de una mayor claridad sobre la pandemia y la recuperación económica. La preocupación de los inversores durante gran parte de 2020 fue la seguridad del principal invertido. Si te preocupa tu salud o perder tu trabajo, entonces el rendimiento de tus ahorros es una preocupación menor. Lo principal es que el capital esté protegido, el rendimiento es secundario”. No es de extrañar que, en estas circunstancias, se produzca un cierto nerviosismo entre los inversores y se cometan errores. “Un error habitual que cometen algunos inversores –dice Lara Palomino- es empezar la casa por el tejado, fijando la exposición de la cartera al activo de renta variable. Consideramos que las carteras, al contrario, hay que empezar

a construirlas por los cimientos, es decir, la renta fija, en función de la tolerancia al riesgo de cada inversor”.

Se mantiene el flujo

Como existe una gran liquidez en el mercado, el flujo de dinero hacia los fondos de renta fija se mantiene elevado y apenas se aprecia retraimiento alguno por parte de los inversores. En la primera semana de mayo, por ejemplo, los fondos de renta fija seguían atrayendo entradas con una racha de seis semanas de flujos positivos. Pero es que, prácticamente, todas las familias de fondos tuvieron entradas de dinero, destacando los fondos globales de deuda emergente con 38 semanas de datos positivos en las últimas 42, según los →→→

Material publicitario

Nordea
ASSET MANAGEMENT



Haga que sus inversiones cuenten.

Nuestro viaje hacia inversiones sostenibles comenzó hace más de 30 años con nuestro primer producto ASG. En Nordea, los retornos y la responsabilidad cuentan.

Rentabilidad y Responsabilidad; parte de nuestro ADN nórdico.



Soluciones ASG STARS de Nordea
Estrategia Global Gender Diversity
Estrategia Global Social Empowerment

nordea.es/InversionResponsable

Los fondos Nordea 1 de renta variable Emerging Stars, Global Stars, European Stars y North American Stars han sido reconocidos por las principales labels ASG **LuxFLAG**, **Towards Sustainability**, **Forum Nachhaltige Geldanlagen**, **ISR** y el **European SRI Transparency Code**²

1) Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG-Siegel) reconoce al Nordea 1 – Emerging Stars Equity Fund (3 estrellas), Nordea 1 – European Stars Equity Fund (3 estrellas), con validez para 2021; Towards Sustainability reconoce al Nordea 1 – Emerging Stars Equity Fund, Nordea 1 – Global Stars Equity Fund, Nordea 1 – European Stars Equity Fund y Nordea 1 – North American Stars Equity Fund, válido para 11.2020 – 11.2021; LuxFLAG reconoce al Nordea 1 – Emerging Stars Equity Fund, Nordea 1 – Global Stars Equity Fund y Nordea 1 – North American Stars Equity Fund, válido para 01.10.2020 – 30.09.2021 y Nordea 1 – European Stars Equity Fund, con validez para 01.07.20 – 30.06.21; Label ISR reconoce al Nordea 1 – Emerging Stars Equity Fund, Nordea 1 – Global Stars Equity Fund, Nordea 1 – North American Stars Equity Fund, válido para 22.11.2019 – 21.11.2022. 2) El logo European SRI Transparency refleja que Nordea Investment Funds S.A. está comprometido en facilitar rigurosidad, validez y asegurar que la información esté disponible a tiempo para las partes interesadas, principalmente para los consumidores, con el objetivo de que puedan comprender las políticas y prácticas en cuanto a las inversiones socialmente responsables (ISR) relativas al fondo. La información detallada en cuanto a las directrices acerca de transparencia europea sobre ISR puede ser encontrada en www.eurosf.org, y la información relativa a las políticas y prácticas en cuanto a ISR de la familia STARS de Nordea, pueden ser encontradas en: Nordea.es/STARS. Las directrices de transparencia son gestionadas por Eurosif, una organización independiente. El logo europeo de transparencia sobre ISR refleja el compromiso del gestor del fondo tal y como se detalla en la parte superior y no debería ser considerado como garantía de ninguna compañía, organización o individuo.

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 para el Inversor (KIID) actualizado, 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. 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). 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 Luxembourg. Para más información consulte a su asesor financiero que le podrá aconsejar de manera independiente de Nordea Investment Funds S.A.

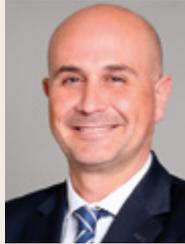
→→→ datos proporcionados por **Zipper** y **Bank of América**. Ese flujo llega, también, a los activos bancarios tradicionales, con crecimientos en depósitos hasta llegar a acumular los 920.000 millones de euros, la cifra más alta registrada en la serie histórica que el Banco de España recopila desde 1989. Para Jacobo Anes, estos datos son “una señal inequívoca de la necesidad de educación financiera y del esfuerzo que debemos realizar desde las entidades financieras para que los clientes dejen de ser ahorradores y se conviertan en inversores con carteras adecuadas y adaptadas a sus objetivos financieros”.

Pero, ¿pueden los gestores y asesores prescindir de este tipo de activos? Para muchos, siempre hay que tener este activo en cartera porque, por lo general, aporta descorrelación, diversificación, menos volatilidad y es una buena opción para los inversores que salen del depósito. El problema es que, como alternativa al depósito, puede traer muchos sustos y problemas tanto al inversor como al asesor. Y la más reciente historia está llena de episodios, a partir de conflictos y tensiones en cualquier parte del planeta, de los que deberíamos aprender.

Escasas alternativas

¿Hay alternativas? ¿Están dispuestos los inversores a asumir un mayor riesgo para sustituirla? “En una cartera de inversión, nunca puede prescindirse del activo renta fija. Lo que hay que hacer es modular la exposición al mismo en términos de duración y riesgo de crédito en función del momento del ciclo económico en que nos hallemos y el punto de partida de la política monetaria”, dice Lara Palomino.

Pero no es fácil encontrar alternativas que ofrecer a ahorradores/



JOSÉ MANUEL AMOR
(Afi)

“Con una normalización de la economía y un incremento de la inflación y de tipos, hay riesgo de minusvalías latentes. A la mínima que suban los tipos, vas a perder”.



INÉS DEL MOLINO
(Schroders)

“No hay un sustituto adecuado para los bonos y el efectivo como activo defensivo. Seguirán siendo la única solución para los inversores más conservadores”.



LARA PALOMINO
(Santander Private Banking)

“En una cartera de inversión, nunca puede prescindirse del activo renta fija. Lo que hay que hacer es modular la exposición al mismo”.



JACOBO ANES
(Liberbank)

“La gestión de renta fija debe ser muy flexible. Es necesario apoyarse en los propios equipos de gestión y, también, en las capacidades de gestores internacionales”.



inversores ante las incertidumbres de la renta fija tradicional. Inés del Molino señala que “no creemos que haya un sustituto adecuado para los bonos y el efectivo como activo defensivo y seguirán siendo la única solución para los inversores más conservadores”. Lara Palomino añade que “debería considerarse la posibilidad de incorporar una gama de instrumentos más amplia que la de los bonos gubernamentales nominales, a fin de obtener protección del capital y rendimientos reales durante la próxima década”. Y apunta algunos de esos instrumentos: bonos gubernamentales ligados a la inflación, bonos flotantes, MBS de deuda de

➔ **MUCHOS ASESORES financieros están comprobando en los últimos meses que, en esta vida, también en el mundo financiero, la seguridad es un bien intangible que solo se aprecia en su ausencia.**

No Agencias de sector residencial estadounidense, estructurados con protección parcial de capital...

En lo que expertos y asesores parecen ponerse de acuerdo es en que es más necesario que nunca elegir buenos gestores, con una estrategia dinámica y activa de la renta fija que busque nichos y oportunidades. Jacobo Anes señala que “la gestión de renta fija debe ser muy flexible. Para poder llevarla a cabo, no sólo es necesario apoyarse en los propios equipos de gestión sino, también, en los recursos y capacidades de gestores internacionales adaptándose a un mundo cada vez más global”. Respecto a las alternativas, considera

que “cada vez tiene más sentido contar con posiciones en inversiones alternativas, que no sólo aportan descorrelación sino que, también, son capaces de generar retornos y *yields* muy atractivos en momentos como el actual”.

Bonos verdes y emergentes

Aprovechando la mayor demanda de activos con criterios ESG, muchos gestores recomiendan bonos verdes y, también, debido a su mayor remuneración, bonos de países emergentes. “Los bonos verdes -dice José Manuel Amor-, son iguales que los bonos marrones. El riesgo que se asume es el del emisor. Lo que ocurre

es que, en el caso de los bonos verdes, hay ahora una mayor demanda, lo que permite que se coloquen algo más baratos, pero el riesgo de precio y de crédito es el mismo”. Del Molino advierte de que “el mercado de renta fija sostenible tiene sus retos. Uno de ellos viene dado por los criterios de selección de activos u objetivos de sostenibilidad de los emisores, algunos de los cuales podrían ser señalados por hacer *greenwashing* al presentar propuestas respetuosas con el medio ambiente, cuando no lo son”.

Otros gestores recomiendan bonos de países emergentes, que ofrecen más rentabilidad y proporcionan una mayor protección ante la subida de tipos, “pero no te protegen de una manera total”, afirma José Manuel Amor. Inés del Molino señala que “los bonos de

mercados emergentes no son menos arriesgados, pero sí ofrecen mayor potencial de rentabilidad, como los bonos asiáticos, con retornos positivos sostenidos, niveles de rendimientos atractivos y una volatilidad moderada en relación con otros mercados emergentes y algunos sectores de la renta fija mundial”. Algo semejante les ocurre a aquellos activos que apuestan por el riesgo de crédito más que por los tipos, pero el riesgo que se asume sigue siendo alto.

Mucha liquidez

Lo peor de todo es que esta situación de incertidumbre respecto a un activo tan importante en una cartera como la renta fija, se produce precisamente en un momento en el que las →→→



GAMA DE FONDOS DUNAS VALOR

PRUDENCIA • CONSISTENCIA EQUILIBRIO • FLEXIBILIDAD

VALORES IMPRESCINDIBLES PARA UNA BUENA GESTIÓN QUE PROTEJA AL MÁXIMO SU CAPITAL

Ofrecemos una gama concentrada de producto, ajustada a cada perfil de rentabilidad/riesgo.

Gestionamos carteras multiactivo y multiestrategia, con un enfoque de retorno absoluto y con una especial preocupación por la preservación del capital.



DUNAS CAPITAL

Los sustos de la renta fija

Los activos de renta fija han sufrido enormes altibajos en las últimas décadas que han provocado algo más que un susto a los inversores. Sus malignos efectos se han extendido como el aceite de un continente a otro.

1994 "Efecto Tequila"

Así se llama a la grave crisis que afectó a México como consecuencia de una política de grandes déficits fiscales, comerciales y de cuenta corriente durante el último año del sexenio de Carlos Salinas de Gortari. En medio de un fuerte crecimiento económico de México, el gobierno emitió "Tesobonos", un tipo de instrumento de deuda que

aseguraba el pago en dólares en lugar de en pesos mexicanos. En junio de 1989, se realizó la primera emisión por un monto de 10 millones de dólares con un plazo de 182 días y una tasa nominal al vencimiento del 34,5 por ciento anual.

Los asesinatos del candidato a la presidencia y del secretario general del Partido Revolucionario Institucional (PRI), junto a la rebelión insurgente de Chiapas, alarmaron a los inversores locales y extranjeros, quienes vendieron sus "tesobonos" y vaciaron las reservas internacionales del Banco de México. A partir de ese momento, sólo se tomaron medidas erróneas (a la crisis se le llama, también,

"el error de diciembre"), que hizo que el peso perdiera la mitad de su valor y que las deudas en dólares no pudieran ser pagadas.

Las repercusiones sociales y económicas fueron incalculables, no sólo para México, sino para todos los países de Latinoamérica, cuyos déficits se pusieron bajo la lupa.

2005 Referéndum Constitución Europea

En mayo de 2005, Francia y Holanda rechazaron la Constitución Europea en los referéndums a los que se sometió a los ciudadanos. El resultado de Holanda fue contundente ya que el

61,5 por ciento votó en contra. Esos resultados provocaron una fuerte crisis política y, también, económica que afectó de manera especial a los activos de renta fija emitidos por los países europeos. Fue el momento en el que muchos españoles descubrieron que la renta fija no era fija al recibir los valores liquidativos de sus fondos.

2008 Crisis financiera

Tuvo su inicio en Estados Unidos como consecuencia de la crisis que provocó la titulación de créditos hipotecarios que empezaron a no pagarse. La falta de regulación y supervisión permitió la proliferación de productos estructurados sin ningún

control. El hito más importante de esta crisis fue la caída de Lehman Brothers, lo que produjo una caída en la reputación de las entidades financieras y una desconfianza respecto a los productos que comercializaban. De aquella crisis se dijo que era una crisis de deuda y la deuda, naturalmente, se vio seriamente afectada.

En el caso de España, la desconfianza se vio incrementada con la mala comercialización de las participaciones preferentes, un producto semejante a la Deuda Subordinada, que ofrecía una rentabilidad no garantizada y tenía un carácter perpetuo del que no se informó muchas veces. ✱

→→ familias españolas acumulan liquidez y ahorro.

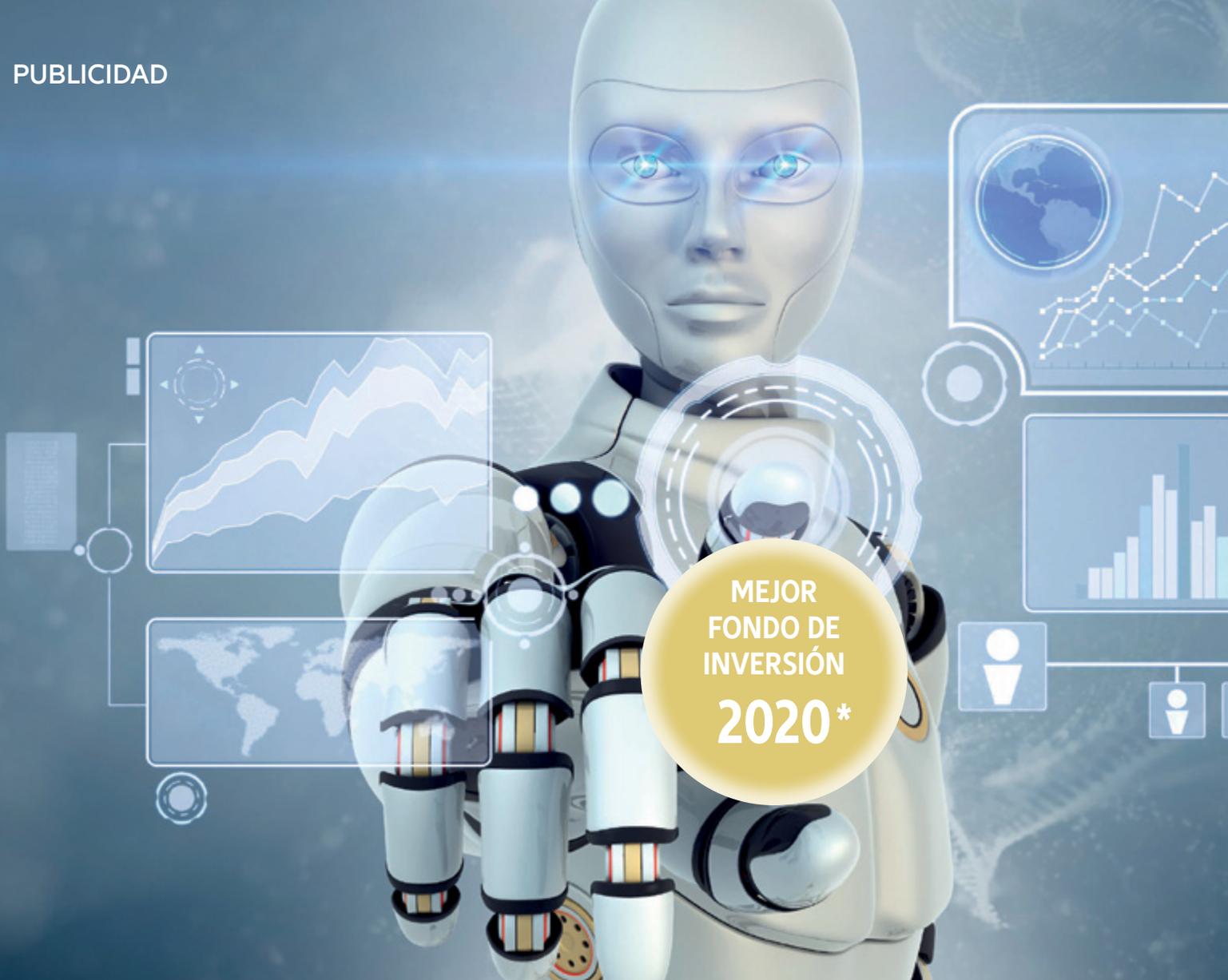
Para complicar todavía más el escenario y las alternativas a la renta fija, los responsables del sector bancario han manifestado, en los últimos meses, de forma clara que "los depósitos ya no funcionan como negocio". Esto se ha traducido en una reducción de su oferta y en retirarle cualquier mínimo atractivo de rentabilidad que pudieran tener. En palabras de Gonzalo Gortázar, consejero delegado de **CaixaBank**, "la alternativa son seguros, fondos y, también, otros productos no estrictamente bancarios, como financiación de móviles, *renting* o alarmas. Tenemos que ampliar la

visión fuera de la caja para que los números sumen". Tarea difícil para los asesores tratar de convencer a los ahorradores de que deben sustituir sus ahorros acumulados en cuentas y depósitos bancarios por la compra de móviles y la contratación de una alarma para su domicilio.

Probablemente, lo que habría que ir haciendo es enfrentar a los ahorradores/inversores con el cada vez más difícil reto de no sólo lograr rentabilidad. Un análisis interno de los expertos de **JP Morgan AM**, titulado "2021 Long-Term Capital Market Assumptions" señala que la rentabilidad prevista en los próximos 10 a 15 años será bastante menor a la histórica registrada desde 2009.

Para una cartera 50/50 y repartida por igual entre renta fija y renta variable, que ha venido aportando un 8 por ciento de rentabilidad media, no se debe esperar más de un 3 por ciento. Es probable que esto explique las dificultades del propio Warren Buffett para lograr en el presente las rentabilidades del pasado.

El problema del escenario actual es que no sólo es un problema obtener rentabilidad, sino, también, conseguir una cierta seguridad, como están poniendo de manifiesto las incertidumbres de la renta fija. Muchos asesores financieros han comprobado de forma clara que, en esta vida, la seguridad es un bien intangible que solo se aprecia en su ausencia. ●



MEJOR
FONDO DE
INVERSIÓN
2020*

Fondo Allianz Global Artificial Intelligence

El Futuro es Ahora

La inteligencia artificial ya está aquí
Descúbrala e invierta con nosotros

es.allianzgi.com

XXXII
Premios
Fondos

2021

Expansión |  allfunds

iberia@allianzgi.com

* Una clasificación, una calificación o un premio no son un indicador de resultados futuros ni una garantía de su constancia en el tiempo. La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de resultados futuros.

El fondo Allianz Global Artificial Intelligence es un subfondo perteneciente a la SICAV Allianz Global Investor Fund, supervisada por la CSSF e inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con el número 178. Puede obtener más información sobre los comercializadores en España del Fondo en www.cnmv.es. La sociedad gestora del Fondo es Allianz Global Investors GmbH con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M y está supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El presente documento no es una oferta o invitación a invertir en el Fondo ni forma parte de ni constituye un documento oficial y no ha sido registrado, verificado o aprobado por la CNMV. La suscripción de acciones o participaciones del Fondo debe hacerse sobre la base del Documento de Datos Fundamentales para el Inversor, el folleto y los últimos informes económicos que pueden obtenerse gratuitamente de Allianz GI, cualquier comercializador español o la CNMV. Las inversiones en el Fondo conllevan riesgos 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. Le recomendamos firmemente que obtenga asesoramiento de su asesor financiero en relación con la idoneidad de su inversión en el Fondo. El presente documento está sujeto a cambio sin previo aviso y es correcto en la fecha de su publicación; no obstante, no se ofrece garantía de la exactitud, integridad, actualización, exhaustividad o adecuación del mismo. En consecuencia, Allianz GI no será responsable de ningún daño, directo o indirecto, que pueda producirse como consecuencia del uso del mismo o errores u omisiones del mismo, salvo en caso de negligencia grave o dolo. AdMaster 863035

Active is:

Allianz 
Global Investors

El mayor ahorro hace más conservadores a los inversores

Parece momentáneo, pero el aumento del ahorro de los hogares españoles durante la pandemia ha hecho retroceder el perfil de los inversores a posiciones aún más conservadoras. Miedo e incertidumbre han sido malas consejeras.

Por **CARLOS S. PONZ / CARLOS AZUAGA.**

La **pandemia** ha producido o impulsado comportamientos inesperados que han cambiado nuestra forma de vida y sobre los que los expertos dicen que “están aquí para quedarse”. El impulso al teletrabajo, las relaciones sociales a través de Internet, una mayor conciencia por una economía sostenible... Han sido fenómenos que se han producido en muy pocos meses y que habrían tardado muchos años en desarrollarse si no hubiese sido por el Covid-19.

Uno de esos comportamientos ha sido el incremento del ahorro prácticamente en todos los países. En el caso de España y según los datos del Instituto Nacional de Estadística, la tasa de ahorro de los hogares creció con especial fuerza hasta llegar a un 14,8 por

ciento, superando su techo histórico. A ello habría que añadir una actitud menos predispuesta de las familias a endeudarse, como lo demuestra la caída de los créditos al consumo y de las hipotecas durante el primer trimestre de este año.

Todos los estudios y análisis elaborados sobre este fenómeno apuntan dos motivos que han generado un retroceso histórico del consumo de los hogares y

→ CON UN SENTIMIENTO de optimismo hacia la renta variable en niveles récord, los ahorradores prefirieron optar por los activos más tradicionales. Se ha impuesto el miedo y la incertidumbre.

el consiguiente aumento del ahorro. El primero, el deseo de las familias de incrementar su ahorro por motivo de precaución ante la crisis sanitaria y económica. En segundo lugar, las restricciones impuestas a la movilidad y a la realización de determinadas actividades para frenar los contagios. Ambas cuestiones han generado lo que el Bundesbank ha denominado como “ahorro forzoso”.

¿Dónde ha ido a parar ese mayor ahorro de los hogares españoles? Parece fácil seguirle la pista si tenemos en cuenta el importante crecimiento, el mayor en un solo trimestre, que se ha registrado en el efectivo y en los depósitos bancarios en poder de los hogares españoles, según los datos de las Cuentas Financieras publicadas por el Banco de España a finales de 2020. →→→



Los 5 riesgos de la creciente liquidez

1

LOS AHORROS SE ESTÁN DISPARANDO:

➤ en vez de crear un estímulo para el consumo o para incrementar la inversión en sectores que aporten una rentabilidad futura, las ayudas funcionan más bien como un parche y como una manera de sanear los balances de los hogares a medio plazo. No es malo, pero no impulsa la economía a corto plazo, ni tampoco lleva dinero a inversiones generadoras de recursos.

2

LAS IMPORTACIONES ESTÁN REPUNTANDO:

➤ la pandemia ha provocado un incremento de las importaciones de productos relacionados con Internet. Una subida del déficit comercial perjudicaría al PIB.

3

LOS IMPUESTOS PODRÍAN SUBIR:

➤ pasado un tiempo, es más que probable una subida de impuestos para pagar la costosa factura que nos deja la pandemia. El FMI y la UE han indicado por donde tendría que ir la mayor imposición. La subida de impuestos compensaría parcialmente los estímulos fiscales en otras áreas.

4

LA INFLACIÓN DEBERÍA REPUNTAR:

➤ es posible que la inflación suba de manera duradera por encima de los objetivos del BCE. De que ello no afecte a los tipos de interés dependerá en buena medida los efectos sobre la economía y sobre los distintos activos financieros.

5

SERÁ DIFÍCIL EVITAR SECUELAS:

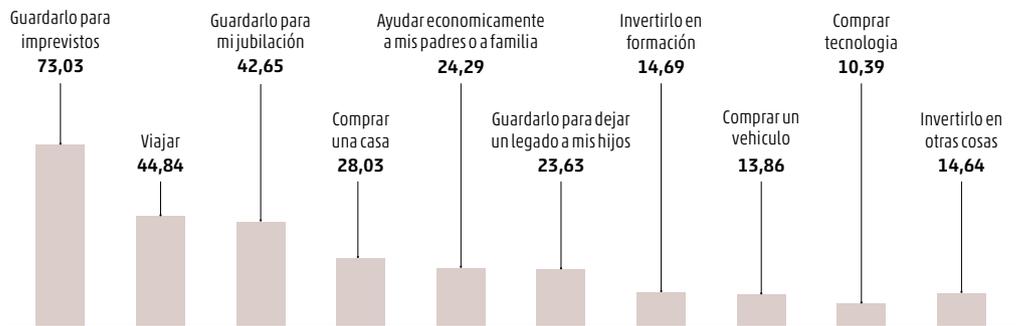
➤ aunque los programas de los gobiernos han ayudado a muchas empresas y hogares a evitar, de momento, quiebras, ejecuciones hipotecarias y desahucios, en algún momento estas políticas terminarán. Cuando esto suceda, no sería de extrañar que los hogares, las empresas y, en última instancia, los bancos, pudieran tener algunos problemas. ✱

→→→ Ello ha producido que el crecimiento de las cuentas y depósitos bancarios haya sido superior a los dos dígitos entre las grandes entidades. Aunque ha sido menor el aumento en las más pequeñas, a muchas de ellas les ha subido la ratio depósitos/ créditos por encima de 100, evidenciando una cierta incapacidad para prestar el dinero captado a través de los depósitos. No hace tanto tiempo que todas las entidades españolas debían salir al mercado a buscar dinero para facilitárselo a sus clientes en forma de créditos porque no era suficiente lo que captaban a través de sus depósitos, pese a la alta remuneración que ofrecían.

Desapego bancario

Tal aumento y querencia de los ahorradores por los activos bancarios tradicionales se produce justo cuando los bancos muestran más desapego a este tipo de producto. Hay que tener en cuenta que, desde hace más de seis años, a las entidades financieras no les sale gratis guardar el dinero. Actualmente, el tipo de facilidad de depósito (lo que el organismo monetario cobra a la banca por guardar su dinero) se sitúa en el -0,50%. Lleva en negativo desde 2014. Trasladar ese coste le crearía problemas con la clientela y, por

Objetivo del ahorro



Lo imprevisto como objetivo del ahorro



● Solo cuatro meses antes de que se produjera el inicio del confinamiento en España con motivo de la pandemia, Mapfre llevó a cabo una gran encuesta sobre las prioridades, futuro y preocupaciones de los españoles. El estudio, realizado entre 3.000 hombres y mujeres de 18 a 65 años, incluía una pregunta sobre el ahorro cuyas respuestas resultan ahora muy relevantes.

● “Si tienes o tuvieras capacidad de ahorro, ¿qué haces o harías con el dinero que ahorras cada mes?”, decía la pregunta. Y las respuestas fueron muy coherentes con la actitud que han mantenido las familias españolas al ver incrementado su ahorro ante la imposibilidad de gastarlo y la incertidumbre generada por el Covid-19.

● Una clara mayoría lo guardaría para imprevistos, sentimiento que es fácil imaginar que aumentaría en medio de una pandemia. A continuación, dedicaría el ahorro a hacer viajes, algo que no ha sido posible para la gran mayoría en más de un año. Solo uno de cada cuatro lo guardaría para comprar una casa. A resaltar que, en la citada encuesta, sólo el 12 por ciento consideraba que las familias españolas tenían capacidad de ahorro. ✨

ello, se resisten a ponerlo plenamente en práctica. Ante estas circunstancias y en el momento en el que las familias españolas acuden a los depósitos bancarios para colocar su mayor ahorro, el consejero delegado de la nueva CaixaBank, Gonzalo

Gortázar, ha afirmado que los depósitos y las hipotecas ya “no funcionan” en el actual negocio bancario, y cree que el camino es, ahora, ofrecer nuevos productos. Estas declaraciones las hizo en un encuentro en Barcelona a mediados de marzo pasado en el

que participó, también, la subgobernadora del Banco de España, Margarita Delgado. Para Gortázar, a los clientes hay que ofrecerles seguros o fondos, pero, además, otros productos no estrictamente bancarios, como financiación de móviles, *renting* o alarmas.

No tienen suerte los ahorradores españoles que, en busca de seguridad para su nuevo ahorro, se colocan en productos bancarios tradicionales sin remuneración o en activos de renta fija, que se encuentran, también, en medio del riesgo y la polémica. No es, seguramente, un problema de suerte sino la consecuencia de una educación financiera que es manifiestamente mejorable. Para Pablo Domínguez (EFP), planificador financiero, “la aversión al riesgo de los ahorradores e inversores españoles es producto de la falta de asesoramiento financiero de calidad. Esto lleva a la inacción en la toma de decisiones de inversión de un ahorro por el miedo a lo desconocido”.

Cabría esperar que muchos de los inversores que cuentan con asesores financieros hayan intentado y logrado aprovechar las buenas expectativas de los mercados, que llegaron a batir records en sus cotizaciones recientemente.

Miedo e incertidumbre

Parece claro que la incertidumbre y el miedo se han impuesto sobre las posibilidades de rentabilizar ese nuevo ahorro. Aunque Cristina Estévez (EFA),

→ **EXPERTOS Y ASESORES coinciden en que ha sido una vuelta solo momentánea hacia perfiles más conservadores como consecuencia del miedo y de la incertidumbre.**

agente de banca privada, incluye una importante matización: “Uno de los factores clave que justifica que los ahorradores

españoles confíen en este tipo de productos más conservadores es el miedo a la incertidumbre de los mercados y a la volatilidad de los mismos. Pero esa aversión al riesgo es muy diferente entre clientes que necesitan esos ahorros para vivir en un futuro próximo y aquellos que no van a necesitar el ahorro en un tiempo. Con un horizonte temporal a más largo plazo, el inversor suele exponerse más a la renta variable porque está demostrado históricamente que, en periodos de cinco años, siempre se logra

una rentabilidad positiva superior a la del mercado monetario”.

En cualquier caso, todo ello parece dejar claro que el creciente ahorro durante la pandemia ha hecho retroceder los perfiles de los ahorradores españoles hasta posiciones de conservadurismo superiores a las de los últimos años.

Con la escasa remuneración de los activos más conservadores, su volatilidad y la recuperación económica de la mano de una mayor inmunización gracias a las vacunas, este retroceso en el perfil →→→

Publicidad

 **Santander**
Private Banking

Santander asesora®
Una gran ayuda en sus decisiones de inversión

Ponemos a su disposición medios técnicos y humanos exclusivos **para asesorarle y guiarle hacia su objetivo de rentabilidad.** Y le recomendamos **estrategias de inversión** en las que usted tendrá siempre la decisión final.

Ventajas de Santander asesora:

- | **Un seguimiento continuado** de sus inversiones.
- | **Recomendaciones personalizadas** para ajustar y adecuar su cartera a los movimientos de mercados y a su perfil inversor.
- | **Información relevante** para su inversión: informes de mercado, noticias económicas o cambios sugeridos en fondos de inversión de una amplia selección de Gestoras Internacionales.

¿Quiere más información?

Contacte con su banquero o llame al 915 123 123

Antes de invertir, el inversor debe consultar la información contenida en la documentación legal del instrumento financiero y debe tener en cuenta sus riesgos (de mercado, de crédito, de liquidez, de divisa, de tipo de interés, etc.). Esta información tiene carácter publicitario. No constituye la base de contrato o compromiso alguno, ni deberá ser considerada como recomendación de inversión ni asesoramiento de ninguna clase. Banco Santander, S.A.



→→ de inversión parece sólo momentáneo. David Cano, director general de **Afi Inversiones Globales**, está convencido de ello cuando afirma que “a medida que vayamos regresando a la situación pre-pandemia, es previsible que asistamos a un aumento del consumo de las familias y, con ello, a una caída del ahorro”.

Cambio a la vista

Cristina Estévez está, también, muy convencida de que habrá un cambio entre los inversores: “Cuando la gente ve que el entorno se recupera y los mercados empiezan a subir, incrementan su perfil inversor apostando por renta variable y mixtos. En estos casos, es importante avisar al cliente de que se está desviando de su perfil de riesgo y que con cualquier acontecimiento esos fondos pueden perder”.

Es verdad, sin embargo, que la recuperación de las economías y, por tanto, la superación del miedo y la incertidumbre va a coincidir con un periodo en el que no cabe ya esperar comportamientos de las Bolsas como en meses anteriores. Justo, además, a mediados del pasado mes de mayo los sentimientos positivos de los inversores respecto a la renta variable se encontraban en niveles récords desde la fuerte caída



Elena Armengot

(BNP PPARIBAS AM)

“Tras la pandemia, los inversores tendrán muy en cuenta el sesgo y estilo de sus inversiones y diversificarán sus carteras para obtener rentabilidad en cualquier momento”.



David Cano

(AFI INVERSIONES FLOBALES)

“El Covid va a ser un acelerador de una tendencia observada a partir de 2014 y es la del aumento del riesgo medio de la cartera mediante una mayor exposición a fondos de inversión”.



Cristina Estévez

(EFA)

“Cuando la gente ve que los mercados empiezan a subir, incrementan su perfil de riesgo. En estos casos, es importante avisar al cliente de que se está desviando de su perfil”.



Pablo Domínguez

(EFP)

“La aversión al riesgo de los ahorradores e inversores españoles es producto de la falta de asesoramiento financiero de calidad. La inacción es por el miedo a lo desconocido”.

de marzo de 2020.

Habrà que ver, a partir de ahora, que hacen los inversores con el remanente de ahorro acumulado durante los peores momentos de la pandemia. Algunos asesores, como Cristina Estévez, tienen preparada su receta para cuando llegue tal momento: “yo ofrezco carteras directas de renta fija privada de buenos emisores y diferentes plazos pudiendo sacar una Tir media del 3,80%, combinado con fondos de renta fija flexibles y de retorno absoluto que buscan rentabilidades positivas en cualquier entorno de mercado usando diferente estrategias”.

Posibles secuelas

Varios estudios han comenzado a profundizar en las posibles secuelas negativas de esta crisis sobre el gasto y ahorro futuro. Hay quien no descarta, sino todo lo contrario, que se podría modificar estructuralmente el patrón de comportamiento de los individuos, haciéndolos más propensos a ahorrar en la medida en la que consideren que podrían producirse acontecimientos extremos como el de la pandemia en un futuro. Sin embargo, los expertos y asesores consultados por esta revista no parecen

compartir que pudieran producirse tales secuelas.

David Cano parece tenerlo, también, muy claro: “como sucede en muchos aspectos, el Covid va a ser un acelerador de una tendencia que ya observamos a partir de 2014 y que es el aumento del riesgo medio de la cartera mediante un cierto aumento de la exposición a renta variable.

De ahorrador a inversor, from, saver to investor”

Ese convencimiento parece basarse en comportamientos que se están ya produciendo: “estamos viendo señales en esa dirección, como el aumento de la inversión en fondos, que pensamos se va a intensificar. La persistencia de tipos de interés muy reducidos e, incluso, negativos en las alternativas de ahorro más defensivas (cuentas,

El comportamiento del ahorro en la crisis de 2008

● **El pasado año cerró con una tasa de ahorro récord en España del 19,8 por ciento, cifra que superaba en siete puntos lo cosechado en el 2019 y en más de cinco al anterior techo histórico, marcado en**

2009, cuando las



consecuencias de la recesión global ya se habían manifestado en la economía española.

● **En 2008, el ahorro medio en los hogares ni siquiera llegaba al 6 por ciento de su renta disponible y muchos optaban por la financiación a**

crédito gracias al acceso relativamente sencillo que había a la liquidez. Con el estallido de la crisis, la incertidumbre y el miedo se apoderaron de las familias, que duplicaron su tasa de ahorro en pocos meses.

● **El pinchazo de la burbuja**

inmobiliaria y la mejora en los datos de exportación sirvieron para estimular el consumo a partir de 2010, mientras el ahorro financiero, que había canalizado parte del patrimonio invertido en ladrillo, comenzaba a destinarse a productos con vocación de largo plazo,

como fondos de inversión y planes de pensiones. ● **Con los tipos de interés anclados en el entorno del 1 por ciento y unos depósitos a plazo que apenas rondaban el 3 por ciento en el mejor de los casos, muchos ahorradores se centraron en la renta variable, mejorando así la diversificación de sus carteras. ***

Letras, depósitos, renta fija a corto plazo) en un contexto de normalización de la inflación, va a agudizar la transformación del ahorrador en inversor si se desea, al menos, mantener la capacidad adquisitiva”.

Elena Armengot, directora de ventas de **BNP Paribas AM**, añade un importante matiz y considera que, tras la pandemia, “los inversores particulares

tienen en cuenta los factores medioambientales, sociales y de buen gobierno en sus inversiones. Se han dado cuenta de que la sostenibilidad no tiene marcha atrás y no considerarla a la hora de seleccionar sus inversiones sería asumir muchos riesgos y dejar de aprovechar muchas oportunidades”. Armengot señala también que, “tras la pandemia,

los inversores tendrán muy en cuenta el sesgo y estilo de sus inversiones y diversificarán sus carteras para obtener rentabilidad en cualquier momento”.

La amenaza de una creciente inflación va a suponer, sin duda, un importante reto para inversores y asesores y los hará salir de esa burbuja en la que la pandemia los ha tenido casi secuestrados. ●

¿Quieres ejercer como corredor de seguros?

APROMES
ASOCIACION PROFESIONAL DE MEDIADORES DE SEGUROS



Profesores con la mayor cualificación del sector asegurador



Material didáctico



Avanzada plataforma tecnológica 100% online



Talleres virtuales formativos con aseguradoras



Taller de asesoramiento para el inicio de tu actividad profesional



Precio competitivo

La pandemia y el BOE asustan al sector inmobiliario

La incertidumbre que alimenta la crisis pandémica en mercados y hogares, y los rumores de nuevas regulaciones sobre los alquileres, los desalojos y los impuestos de las compraventas de inmuebles están creando un mar de fondo en el sector que puede enfriar las inversiones, desinflar la demanda y dificultar el acceso a la vivienda de la clase media. Por **GONZALO TOCA**.

A pesar de la briosa expansión de la vacunación contra la Covid-19 y de la recuperación ya en marcha de la economía, lo cierto es que las heridas que nos han dejado las tres olas de contagios no han cicatrizado. Y esto se aprecia, sobre todo, en las dudas que abrigan a la hora de invertir en 'ladrillo' desde las familias modestas hasta los prósperos *family offices*.

Mikel Echavarren, CEO de la consultora inmobiliaria internacional **Colliers** en España, cree que las dudas tienen mucho que ver con

“los globos sonda que se lanzan o no se desmienten tajantemente desde el Gobierno central”, en un contexto donde el Ejecutivo se ha comprometido con Bruselas a llevar el anteproyecto de la nueva Ley de Vivienda al Consejo de Ministros antes del mes de julio.

Echavarren se refiere, más concretamente, al posible despegue del IVA que grava tanto la compraventa de viviendas, que podría pasar del 10% al 21%, según los rumores más catastrofistas, “como las operaciones en las que los fondos les compran parques de pisos para alquilar a los

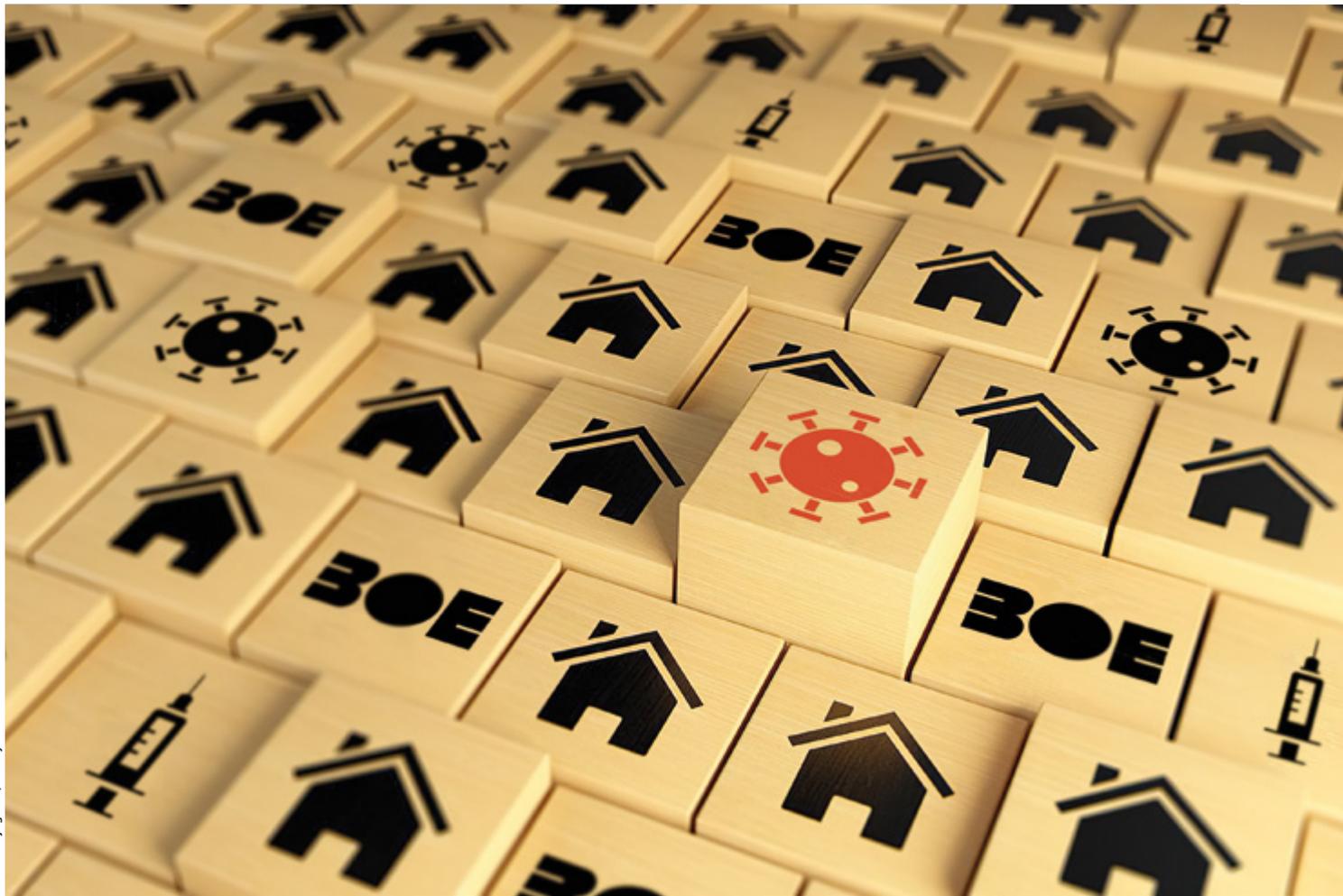
promotores inmobiliarios. También preocupa, sigue afirmando, el eventual endurecimiento de las ventajosas condiciones fiscales de las entidades que se dedican al arrendamiento de viviendas, que, ahora mismo, disfrutaban de una bonificación del 85% en el impuesto de sociedades”.

El segundo gran manantial de incertidumbres pasa, según Sergio Fernandes, director de Inversiones de **Jones Lang LaSalle** (JLL) España, por “la transformación de los hábitos de trabajo, el ritmo de recuperación del turismo, el cisma entre las expectativas de compradores

y vendedores de vivienda y la inestabilidad de la financiación bancaria”. Nadie sabe muy bien qué puede ocurrir en todos estos capítulos.

A fin de cuentas, advierte Fernandes, “no está clara ni la nueva función que van a tener las oficinas en un mundo tan marcado por el teletrabajo y la última fase de la pandemia, ni cuándo o en qué condiciones van a volver los turistas a visitar España como antes de marzo de 2020, algo que afecta lógicamente al valor de los activos inmobiliarios hoteleros”.

Según la consultora inmobiliaria internacional **Cushman & Wakefield**,



Fotos: Montaje gonste/Pixabay

las cadenas hoteleras no esperan recuperar hasta 2022 los niveles de facturación prepandemia en Canarias o Baleares y hasta 2023 y 2024 en los hoteles urbanos. En diciembre, *El Confidencial* identificó numerosos edificios hoteleros en venta con rebajas de precio

➔ **SEGÚN una encuesta de KPMG, el 70% de los directivos de las inmobiliarias cree que la vivienda bajará.**

del 40% y una promesa de rentabilidad para los fondos de inversión del 8% anual sobre el precio de adquisición.

En cuanto al teletrabajo, según un sondeo reciente de la consultora inmobiliaria internacional **CBRE**, tan solo el 28% de los encuestados en España quiere trabajar presencialmente en la oficina cinco días a la semana y alrededor del 40% preferiría hacerlo tres días o menos. Y los vientos del cambio también se sienten en el sector público: el Gobierno central cerró un acuerdo en abril con los sindicatos por el que

230.000 funcionarios del estado podrán teletrabajar tres días a la semana.

Compradores y vendedores: no saben qué pensar

A Sergio Fernandes también le inquieta que los compradores y los vendedores de viviendas, desde los particulares hasta los grandes inversores, tampoco “se ponen de acuerdo sobre si los precios van a bajar, a estabilizarse o a subir en los próximos

meses”. Y eso retrasa el cierre de las operaciones y puede debilitar los precios y las inversiones en el desarrollo de nuevos inmuebles.

Las discrepancias son comprensibles. Por un lado, el precio de la vivienda de segunda mano acabó el primer trimestre con un incremento del 2,9% y las compraventas fueron más numerosas que en el mismo periodo del año pasado. Por otro, sin embargo, una encuesta llevada a cabo por **KPMG** entre las grandes empresas inmobiliarias nos dice que el 70% de sus directivos espera que las viviendas en ➔➔➔

→→→ general se abaraten, mientras que en el caso de las oficinas y los locales comerciales son más de un 80% los que lo esperan.

Esta confusión, apunta Fernandes, “también les lleva a los bancos a reducir la cantidad y el tamaño de los créditos, porque entienden que los riesgos han aumentado”. Según el INE, el número de hipotecas concedidas para adquirir inmuebles en enero y febrero cayó casi un 30% frente al mismo periodo del año pasado y, según el Colegio de Registradores, el endeudamiento hipotecario por vivienda descendió durante el primer trimestre.

Para Miguel Fuster, director de Investment Properties del área de Oficinas de CBRE España, “existe preocupación con la posibilidad de que se extiendan a otros lugares las regulaciones que limitan las rentas máximas que se pueden cobrar por los alquileres en Barcelona o las restricciones sobre el desalojo de quienes ocupan viviendas ajenas”. No obstante, apunta, “la incertidumbre sobre esto no es excesiva”.

Aunque el acuerdo programático de la coalición del PSOE y Unidas Podemos en 2019 prometía “poner techo a las subidas abusivas del alquiler”, los socialistas prefieren desplegar ahora incentivos fiscales para los propietarios que voluntariamente escojan rebajar sus



Mikel Echavarren

(COLLIERS)

“El Gobierno debe atajar la especulación sobre la subida de los impuestos a la compraventa de vivienda, a las entidades que alquilan y a los fondos inmobiliarios”.



Sergio Fernandes

(JONES LANG LASALLE ESPAÑA)

“Compradores y vendedores no se ponen de acuerdo sobre si los precios van a subir o a bajar a corto plazo... y las operaciones inmobiliarias se están retrasando”.



Gonzalo Bernardos

(PROFESOR UNIVERSIDAD DE BARCELONA)

“La incertidumbre macroeconómica es muy baja, porque el PIB crecerá con rapidez, los tipos de interés serán reducidos y contaremos con financiación bancaria”.

rentas. No obstante, en lo que sí coinciden las dos formaciones del Gobierno es en la necesidad de crear un impuesto a las viviendas vacías, que se materializaría a través de un recargo de hasta un 50% en el IBI, y en la prohibición permanente de los desahucios de familias vulnerables sin alternativa habitacional.

Basta de exageraciones

Gonzalo Bernardos, profesor titular de Economía de la Universidad Barcelona y experto en el mercado inmobiliario, coincide con Fuster en que “la inquietud sobre los precios de los pisos no debería exagerarse”. Al fin y al cabo, advierte, “la incertidumbre macroeconómica es muy baja si tenemos en cuenta que el crecimiento económico será previsiblemente rápido durante los próximos tres años y que contaremos con unos tipos de interés reducidos y una elevada disponibilidad de financiación bancaria”. Concretamente, apunta, “yo esperaré una recuperación del PIB con forma de vuelo gallináceo en 2021 y ya absolutamente en vertical, como en el lanzamiento de una nave espacial, a partir de entonces”.

En paralelo, sigue Bernardos, “si bien es cierto que existen riesgos en Barcelona en particular

y en Cataluña en general, también lo es que la regulación inmobiliaria en España es eminentemente local y autonómica y que lo que sucede en Cataluña no se puede extrapolar sin más a Madrid, Sevilla, Valencia o Bilbao”. Por eso, señala, “los inversores que puedan elegir van a resolver el problema que les presenta Ada Colau poniendo su dinero en aquellas regiones que ni limiten sus rentas sobre los alquileres ni den facilidades a los que quieran ocuparles las casas”.

Por último, aclara, “el debilitamiento de Podemos y el abandono de la vicepresidencia del Gobierno por parte de Pablo Iglesias han reducido mucho las opciones de que la experiencia de Colau se exporte al resto de España”. Y eso podría afectar no solo a las regulaciones sobre alquileres y desalojos, sino, también, a las eventuales cuotas de vivienda social que tuvieran que cumplirse en las promociones inmobiliarias, a subidas drásticas del IVA para la compraventa de pisos o grandes inmuebles y a los ascensos al galope del impuesto de sociedades para las entidades dedicadas al alquiler.

La incertidumbre regulatoria puede ser moderada, como apunta Bernardos, pero no inexistente. Así, aunque el estado de alarma ha decaído, el Gobierno ha ampliado como mínimo

Como invertir también en activos reales

● **SOCIMIS.** Además de comprar pisos, recuerda Roberto Knop, director del PE en Real Estate del IEB, los inversores también pueden comprar acciones en Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (o SOCIMIS), que son unas empresas que cotizan en Bolsa y que invierten en grandes paquetes inmobiliarios. Sus ingresos deben provenir en un 80% de las rentas (los alquileres) de sus edificios,

cuentan con un impuesto de sociedades rebajado y están más concentradas por países (España, por ejemplo) que los fondos.

● **Fondos de inversión.** También se puede invertir en edificios mediante la adquisición de participaciones en fondos cotizados que, como advierte Knop, compren directamente 'ladrillo', tomen posiciones en empresas inmobiliarias o se dediquen a prestar su

dinero exclusivamente a esas empresas. Los fondos de inversión del mercado inmobiliario pueden beneficiarse de un tratamiento fiscal favorable tanto en el IVA como en el impuesto de sociedades.

● **SPAC.** Son los llamados Vehículos de Propósito Especial para la Adquisición de Compañías, que, según el experto del IEB, también pueden utilizarse para operar únicamente en el mercado

inmobiliario. En este caso, matiza, "los inversores compran participaciones de las SPAC, que cotizan en Bolsa, y lo hacen, sobre todo, al principio, porque confían en un equipo gestor con amplia experiencia y no tanto por los activos en los que se está posicionando el vehículo".

● **Crowdfunding.** Es un sistema de microinversiones en el sector inmobiliario que opera mediante plataformas de

captación de fondos. Éstas, a su vez, seleccionan y realizan unas transacciones que consisten, normalmente, en adquirir inmuebles para reformarlos y venderlos posteriormente. Knop recuerda que estas microinversiones se pueden comprar y vender como participaciones, pero que su mercado es muchísimo menos líquido que el de las SPAC, los fondos y las SOCIMIS, porque estos tres cotizan en Bolsa. ✱

hasta agosto algunas medidas como la moratoria o la condonación parcial al pago del alquiler de la vivienda habitual cuando el arrendador sea un gran tenedor o una entidad pública y la suspensión de desahucios tanto de arrendatarios que sean personas vulnerables sin alternativa habitacional como de los okupas cuando se trate de dependientes, víctimas de violencia sobre la mujer o menores de edad a cargo.

Además, los rumores constantes sobre la nueva Ley de Vivienda, que el Gobierno espera aprobar ahora en el Consejo de Ministros y llevar a las Cortes a mediados de 2022, no tranquilizan precisamente a los grandes inversores

extranjeros. Como recuerda Miguel Fuster, "los fondos internacionales dan preferencia en sus inversiones a países y regiones que mantienen la estabilidad de sus normas inmobiliarias durante décadas, sean éstas duras, blandas o mediopensionistas". La regulación española ha sido más volátil históricamente y todo apunta a que se avecinan más cambios.

Y eso cuando quedan todavía por resolver, como decíamos, la incógnita sobre la evolución de la

demanda de oficinas con el teletrabajo, la duración del cisma de las expectativas de compradores y vendedores de inmuebles y el alcance final de la contracción del crédito bancario, que siguen influyendo en el precio y los tiempos en los que se cierran las transacciones.

No sabemos cómo se comportará el paro en los próximos meses por la conversión de algunos ERTE en despidos masivos o qué reformas ambiciosas podrá emprender el Gobierno central para relanzar la economía con un socio de coalición debilitado e incómodo con cualquier medida liberalizadora. Y tampoco está claro qué va a suceder con los contagios y las limitaciones a la movilidad en los meses siguientes a una

desactivación del estado de alarma que ha fragmentado aún más las restricciones.

Y todo este torrente de enigmas no es, ni mucho menos, algo que deba preocupar únicamente a un puñado de economistas o consultores. Las repercusiones de la incertidumbre y el temor entre los operadores de uno de los principales sectores de la economía española pueden alimentar una onda expansiva que se traduzca en la reducción de empleo inmobiliario, el menor acceso a la vivienda de los jóvenes y las restricciones del crédito bancario y la depreciación del principal activo de las familias, justo en el momento en el que sus ingresos están mermados y se sienten más vulnerables. ●

➔ **LA SITUACIÓN de Barcelona y Cataluña no es extrapolable al resto de España.**



Fotos: Drazen Zgic/Shutterstock.com

LA INFORMACIÓN VERBAL EN EL ORIGEN DE LOS PROBLEMAS

Los 5 errores que CNMV detecta en el asesoramiento financiero

Sin duda, se ha avanzado mucho en la información que se facilita a los posibles clientes, pero hay errores que es necesario corregir todavía y la palabra tiene mucho que ver con ellos. La CNMV ha puesto de nuevo en marcha a sus clientes simulados. Por **JOSÉ M. CAMARERO**.

Atender cada día a varios clientes, con sus problemas, sus deseos, sus aspiraciones y sus reivindicaciones patrimoniales implica varias formas de actuar con cada uno de ellos, según sus diversos perfiles. El trabajo parece que siempre puede estar bien hecho. Salvo cuando uno de esos pequeños inversores es un “espía” de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), oculto como un cliente más y dispuesto a analizar cada uno de los consejos del asesor financiero para examinar si cumple con la normativa y las buenas prácticas.

La anterior crisis económica, la que comenzó en 2008 con la caída de Lehman Brothers, dejó tras de sí un reguero de mala praxis en ciertas entidades a la hora de aconsejar a sus clientes sobre determinados productos. Las participaciones preferentes o las cláusulas suelo, los dos grandes casos que tantos problemas generaron a algunas firmas, son agua pasada. Ahora, la supervisión se preocupa más de la forma de asesorar y comercializar. Las costumbres han cambiado, porque el contexto ha cambiado: los asesores se encuentran cada vez mejor preparados, con una formación reglada; y, también, los clientes son ahora más conscientes de

lo que se juegan al pedir consejos. Además, hasta hace poco más de una década, había una normativa que era mucho más laxa que la actual.

Sin embargo, existen procedimientos que no se ajustan plenamente a las recomendaciones y exigencias del supervisor. Las prácticas han mejorado, según el último informe realizado a partir de clientes simulados (*mystery shopping*). Ya no hay tantos “peros” en el trabajo de los asesores financieros como los descubiertos en 2016, cuando se realizó el primer ejercicio de espionaje con supuestos clientes que se dejaban asesorar en un conjunto de entidades para ir comprobando la actitud de quienes estaban al otro lado de la mesa.

Uno de los graves errores detectados en el pasado parece que, por ahora, ha desaparecido: la diferencia entre una recomendación y el asesoramiento en sí mismo. Porque “determinados mensajes verbales” que se transmitían antes al cliente “debían considerarse

→ ES NECESARIO ser más precisos en la información sobre costes, el seguimiento de las inversiones y la identidad de las gestoras.

El despliegue de la CNMV

Es la segunda vez en cinco años que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha realizado un ejercicio de supervisión de la comercialización de productos financieros en oficinas bancarias mediante clientes simulados. La primera actuación de este tipo se realizó en 2016.

Para llevar a cabo el último estudio, la CNMV ha contado con la colaboración de una firma externa. La comprobación se ha realizado sobre una muestra representativa de entidades que aglutinan en torno al 68% de las sucursales bancarias que, en España, concentran la inmensa mayoría de los clientes minoristas. Las visitas han sido realizadas a un total de 800 sucursales de estas entidades, distribuidas en grandes poblaciones por todo el territorio, entre los meses de septiembre y noviembre de 2020. En cualquier caso, en ninguna simulación llegó a completarse la compra del producto por parte del supuesto inversor. *

como recomendaciones implícitas” dignas de un asesor. Eso ya no ocurre. La información, por su camino, y el asesoramiento reglado, por el suyo.

Otra práctica que, con el paso del tiempo, ha sido desterrada es la posibilidad de ofrecer exclusivamente fondos de inversión gestionados por el propio grupo al que se dirige el cliente. Ahora, los profesionales ya ofrecen tanto fondos gestionados por su empresa como fondos de otras gestoras.

La palabra vale

Sin embargo, siguen existiendo otras fallas que no han conseguido ser erradicadas con el paso de los años. La clave del asunto, la línea roja que marca el buen del mal asesoramiento, sigue estando en la palabra. Esto es, en los consejos que, de viva voz, puede ofrecer un profesional. ¿Cómo? ¿Cuándo? Si existe un compromiso o una información de palabra, hay que cumplirlo y tiene que ser veraz, aunque no se le haya dado por escrito al cliente. La CNMV no deja de insistir en este aspecto al informar de los resultados de su estudio: “La información transmitida verbalmente a los clientes es un aspecto muy relevante del proceso de comercialización y resulta clave que sea correcta y completa para que aquellos puedan tomar decisiones sobre sus inversiones →→→



Antonio Pedraza
(CONSEJO ECONOMISTAS)

“El servicio al cliente se ha perdido y también el trato al cliente, que se hace básicamente a través de un móvil”.



Patricia Suárez
(ASUFIN)

“Hay una falta de transparencia que hace que el consumidor tome decisiones poco adecuadas porque no cuenta con información suficiente, rigurosa y de carácter independiente”.



Javier Niederleytner
(IEB)

“Hoy, cualquier práctica mala trasciende y tiene un impago muy negativo desde el punto de vista del control de riesgo”.



Mikel Larreina
(DEUSTO BUSINESS SCHOOL)

“Las relaciones de la banca con su cliente han estado siempre en el punto de mira, y cada vez queda menos para que estas relaciones sean perfectas”.

→→→ con conocimiento de causa”. A partir de esta consideración, el supervisor recomienda a las entidades que prestan servicios de inversión que refuercen la formación de su red de ventas y de los procedimientos para el traslado de la información verbal a los clientes.

La CNMV, tras su estudio con clientes simulados, ha observado cinco errores que sería importante corregir. En primer lugar, la contradictoria información que se da en algunos casos a los clientes sobre si un fondo recomendado está gestionado por su propio grupo en exclusiva o por otras gestoras.

Un segundo error lo constituye el hecho de que, aunque se explica al cliente que la entidad va a realizar un seguimiento de la inversión que está

contratando, hay casos en los que esta información “no llega a facilitarse” o solo se ofrece realmente cuando el propio cliente lo demanda e insiste en ello.

Si hay un momento conflictivo en el que el asesor debe saber actuar con pies de plomo, ese es el relacionado con la información de los costes o comisiones. Es el tercer error porque solo en la mitad de los casos analizados por la CNMV en su último estudio, el asesor informa “espontáneamente” de esos costes.

El cuarto error es que, en muy pocos casos, se explicó si el asesoramiento era de la modalidad independiente o no independiente, y en los casos en que se facilitaron explicaciones, con frecuencia, no fueron correctas.

Hay entidades, por otra parte, que no facilitan documentación sobre el servicio de asesoramiento en esa fase previa. De hecho, y es el quinto error, se suele recurrir a informaciones verbales para explicar los costes del servicio o los productos.

Prácticas desterradas

Lo que sí parece claro es que, en el último lustro, las entidades han desterrado prácticas como, por ejemplo, una gran concentración de la oferta de sus productos en fondos de inversión; la entrega de fichas comerciales en lugar de los Documentos de Datos Fundamentales para el Inversor (DFI); la ausencia de información sobre riesgos asumidos

según el tipo de producto deseado; y, en general, una buena gestión de los conflictos de interés.

Fuentes de la CNMV señalan que los grandes cambios que se están produciendo en el sector financiero, como consecuencia de la digitalización, recomiendan llevar a cabo programas de *mystery shopping*. Estos programas, que se están generalizando en la mayor parte de los países europeos resultan muy eficaces para detectar prácticas no acordes con la normativa.

Con el paso de los años y de los ejercicios de supervisión, el optimismo ante la superación de aquella época de mala praxis financiera va imponiéndose, aunque aún quedan retos. Para Javier Niederleytner, profesor del Máster en Bolsa y Mercados

Financieros del IEB, nunca es tarde para realizar estos cambios en las prácticas de los asesores. “Las relaciones de la banca con su cliente han estado siempre en el punto de mira, y cada vez queda menos para que estas relaciones sean perfectas”, argumenta. También apunta que “la directiva MIFID y la preparación cada día mejor de los empleados contribuyen a esta tarea”. Este profesor prefiere hablar de prácticas “interesadas” frente a “incorrectas”.

Desde la AEMEC (Asociación Española de Accionistas Minoritarios de Empresas Cotizadas) consideran que “puede afirmarse que se ha producido un gran avance”

➔ HA MEJORADO la diferenciación entre una información y el asesoramiento profesional, una de las grandes preocupaciones del sector.

con el paso de los años. Para esta organización, “la comercialización de productos financieros requería de una revisión profunda ya que un producto financiero no es simplemente abrir una cuenta corriente ni un simple depósito”.

Por su parte, Mikel

Larreina, profesor de finanzas de Deusto Business School, cree que ahora “hay una mayor concienciación entre las entidades”. Explica que “por norma, el asesor tiene que estar certificado”. Y apunta que, también, son conscientes de que “cada vez es mayor el riesgo reputacional que asumen” si llevan a cabo prácticas por las que puedan ser reprendidos. “Hoy, cualquier práctica mala trasciende y tiene impacto negativo”, sostiene Larreina.

Por su parte, Antonio Pedraza, presidente de la Comisión Financiera del Consejo General de Economistas, considera que “el servicio al cliente

se ha perdido y, también, el trato al cliente, que se hace básicamente a través de un teléfono móvil”.

Por ello, considera que, aunque el canal digital será el futuro, ahora mismo es “razonable” que haya una preocupación por el buen asesoramiento.

Evitar clientes atrapados

Las asociaciones de consumidores han sido las más combativas en este sentido. No obstante, han sido estas organizaciones las que, en su momento, encabezaron la lucha financiera de muchos clientes que se vieron atrapados en productos inasumibles e incomprensibles. En este sentido, Patricia Suárez, presidenta de Asufin, recuerda que aún se siguen encontrando “con que a ciertos consumidores no se les informa correctamente de los productos y servicios, con carácter previo a la contratación”. Para Suárez, “hay una falta de transparencia que hace que el consumidor tome decisiones poco adecuadas porque no cuenta con información suficiente, rigurosa y de carácter independiente”. Por eso, considera que “las entidades deben esforzarse por mejorar la información de los productos y de los servicios que dan a sus clientes”. ●

Una practica a nivel europeo

● **No solo en España** los asesores financieros están sometidos a este tipo de inspecciones ocultas por parte el supervisor para vigilar si cumplen su trabajo. En toda la Unión Europea, se trata de una herramienta que sus autoridades utilizan periódicamente.

● **La Autoridad Bancaria Europea** (EBA, en inglés) ha publicado sus propios informes sobre los

mystery shopping realizados en todos los países, para identificar y fijar un código de buenas prácticas en la materia. Se trata del primer paso para coordinar estas actividades de las autoridades nacionales competentes. El objetivo final es que las autoridades nacionales puedan vigilar el cumplimiento de la legislación comunitaria y nacional, identificando las infracciones y

corregir las conductas inapropiadas.

● **El propio informe** de la EBA reconoce que, a la vista de los testimonios de las autoridades nacionales competentes, este tipo de ejercicios con clientes simulados presenta algunos problemas que podrían dificultar un análisis objetivo de la conducta de la entidad. Por ejemplo, el peligro de captar experiencias únicas que no reflejan

la practica habitual, o la falta de precisión en el registro de la visita cuando no se permite la grabación de las interacciones mantenidas entre el cliente simulado y el personal de la entidad. Por todo ello, la EBA sugiere la necesidad de organizar y seleccionar a los clientes simulados, orientarlos y formarlos antes de la fase de ejecución o realizar el ejercicio en varias oficinas de una misma entidad para objetivar la información recabada. ✱



Pedro GUERRERO

Conoce muy bien la evolución del mundo financiero español al que llegó recién cumplidos los treinta años impulsando junto a otros dos socios una sociedad intermediaria del mercado de valores. Ahora cumple catorce años como presidente no ejecutivo de Bankinter, una privilegiada atalaya para contemplar al sector bancario.

Por **RAFAEL RUBIO** | Fotos **Álex Rivera**.

“
No estoy seguro de que la supervivencia de la banca pase por las fusiones
”

Asesores Bursátiles, la compañía que fundó junto a otros socios, a mediados de los años ochenta, fue una experiencia de éxito. ¿Cuál fue la clave de ese logro?

Nos encontramos con una oportunidad fantástica en un momento de transformación completa del sistema financiero español y de un crecimiento enorme de nuestra economía con la entrada de un gran número de inversores extranjeros y el acercamiento a la

Unión Europea. Tuvimos mucha suerte, pero es que la empresa tenía una gran virtud: todo el mundo trabajaba con un gran entusiasmo. Era, además, un equipo muy joven, porque el mayor de la compañía tenía 33 años.

Confiábamos en que aquello que estaba ocurriendo en el mundo anglosajón iba ocurrir también en España. Además, llevábamos una serie de principios muy a rajatabla: dábamos un servicio y cuidábamos hasta el extremo los conflictos de competencia y las normas de conducta, que, en aquella época, eran →→→

→→ desconocidas. Pensábamos que había que seguir esas normas, no solo por un imperativo ético, sino porque estábamos en un negocio que se basaba en la confianza. Yo creo que el conjunto de todos esos factores fue la clave de nuestro éxito.

Desde aquellos años hasta ahora, ¿qué destacaría de la evolución que ha habido en España en la educación financiera?

Ahora estamos en otro mundo porque ha habido una transformación enorme. Todos los inversores tienen una preparación muchísimo mayor y las entidades les ayudamos porque estamos sujetos a unas normas de disciplina rigurosísimas y, a veces, exageradas.

Las entidades tenemos que perfilar a los clientes no sólo en lo que tiene que ver con su aversión al riesgo y su equilibrio financiero, sino, también, en temas como la sostenibilidad. Hay veces, incluso, que los clientes se impacientan, pero en el fondo les gusta el interrogatorio al que se ven sometidos.

El inversor español tiene ahora una visión bastante más amplia e internacional porque en aquellos años

“
El negocio tradicional de la banca ha dejado de ser rentable. Ese modelo no te paga el coste del capital, lo que supone que no te permite crecer.
 ”

lo único que le preocupaba era el tipo de interés que le ibas a dar. No había preocupación por la diversificación de la cartera, no se conocía la renta variable.

¿La MIFID ha sido un impedimento en la relación con los clientes o la ha facilitado?

La MIFID ha dado confianza a los clientes y nos ha dado, también, confianza a las entidades porque en la anterior crisis nos movimos en un terreno de inseguridad jurídica terrible con unas sentencias judiciales sorprendentes y que nunca hubiéramos imaginado. El hecho de que tengamos un procedimiento muy reglado ayuda a la banca y le da tranquilidad.

Creo, por tanto, que MIFID es un gran avance. Pero, tal vez, en algunos aspectos desciende demasiado al detalle y llega a convertirse en un poco burocrática. Pero, en cualquier caso, lo mejor es tener esta regulación.

¿Qué le parece las restricciones que el BCE está poniendo al reparto del dividendo?

Me parece que en un primer momento fue una decisión

El opositor que jugaba al ajedrez

● A este cordobés (68) no ha habido oposición que se le resistiera. Consiguió la de Abogado del Estado y, posteriormente, la de corredor de Bolsa como número uno de su promoción. En 1984 y con 31 años, fundó junto a otros socios una firma de intermediación financiera (Asesores Bursátiles) que no sólo fue un éxito, sino que implantó una forma distinta de hacer



las cosas en ese sector. En 1999, la firma fue adquirida por Morgan Stanley por 300 millones de euros, lo que provocó que al cabo de dos años sus máximos responsables fueran saliendo de la sociedad para ir ocupando relevantes puestos en el mundo de la administración pública y la empresa privada.

Pedro Guerrero ha sido presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de

Madrid y es una memoria andante de aquellos años en los que la economía española pareció despertar de un largo letargo hasta convertirse en una apuesta segura que atrajo a todo tipo de inversores. Desde 2007, es presidente no ejecutivo de Bankinter. Padre de familia numerosa, tiene a sus hijos repartidos por el mundo desde Australia hasta Madrid y algunos de ellos apuntan una carrera profesional también muy brillante,

aunque no necesariamente relacionada con el mundo financiero. En cualquier caso, aprovecha la mínima ocasión para hablar de las muchas cualidades de su descendencia. Llegó a ser campeón juvenil de España de ajedrez, algo incompatible con su voluntad de opositor. Fue, sin duda, un auténtico cerebrita y ahora es un optimista que nunca se permitiría decir que "cualquier tiempo pasado fue mejor". ✨



acertada y, además, absolutamente necesaria. Se había producido una pandemia que, de la noche de la mañana, cerró las economías de todos los países y, por tanto, existió el riesgo de una caída en la actividad económica sin precedentes. En ese momento, era necesario evitar que a esa crisis se uniera otra de carácter financiero y resultaba fundamental salvaguardar al sistema bancario. Por tanto, fue

buena decisión fortalecer los recursos propios hasta ver cómo evolucionaba la situación.

Pero, una vez que tenemos mucha más información y vemos que las economías tienen capacidad de reacción, considero que es el momento de diferenciar a la hora de aplicar dicha medida. Ya no se deberían tomar medidas de forma indiscriminada y generalizada porque hay gran diferencia entre unas entidades y otras.

La banca española se ha desprendido en 11 años de 73.000 empleados en despidos colectivos. ¿Esto es suficiente o va a ser un no parar?.

Ha ocurrido una cosa excepcional y es que el negocio tradicional de la banca ha dejado de ser negocio. Con ese modelo, que consistía en tomar dinero a un precio barato y prestarlo un poco más caro no se obtiene beneficio ahora. Ese modelo no te paga el coste del capital, lo que supone que no te permite crecer.

Para que ello se produjera han debido coincidir una serie de factores entre los cuales uno de los más importantes son los bajos tipos de interés, pero, también, la competencia de otros sujetos del mercado, la creciente tecnología... Ahora, para tener un pasivo barato ya no hace falta tener una red tan grande como antes porque las ofertas llegan a todo el mundo sin necesidad de tener oficinas en toda la geografía.

La pandemia ha hecho, además, que los clientes se acostumbren a trabajar con los bancos desde casa. Todo ello ha contribuido a que el modelo tradicional de la banca convencional tenga que transformarse. ¿Hasta donde tiene que transformarse? Pues, no estoy seguro. En el caso de Bankinter, nosotros tenemos otro tipo de cliente distinto al de las grandes entidades y otro tipo de valor añadido. Por ello, desde que soy presidente, desde 2007, →→→

→→ hemos incrementado la plantilla y no ha habido despidos colectivos.

¿La supervivencia del sector pasa necesariamente por las fusiones?

No estoy seguro. En el caso de Bankinter, no hemos abordado ninguna fusión. No está muy claro que las fusiones creen valor para el accionista, por mucho que resulte una entidad más grande. Ni siquiera en la época dorada de las fusiones, que fue durante los años 90, se pudo comprobar la creación de valor de estas operaciones. Hoy en día, por el contrario, lo que están en boga son las *spin-off*, la creación de una empresa por segregación de una división subsidiaria de una gran compañía. Eso sí se ha demostrado que crea valor.

¿Cree que la tecnología va a sustituir a los asesores financieros, que los robots van a ser capaces de hacer mejores carteras que los asesores?

Los robots nos van a ayudar muchísimo y están siendo ya, y lo serán más en el futuro, una herramienta para ser utilizada por los profesionales. Porque en el ámbito del asesoramiento financiero, lo que prima es la confianza. Es la confianza la que te ayuda a tomar decisiones. Se necesita una persona que te recuerde y te ayude sobre lo que tienes que hacer y esa labor se realiza mirando a la cara al otro.

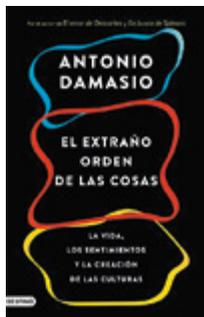
Algunos de sus colegas han señalado recientemente que los productos tradicionales bancarios no aportan ya nada al negocio. ¿Va a ir abandonando la banca ese negocio?

Sus tres grandes preferencias culturales



No hay nada mejor para elaborar el perfil de un entrevistado que preguntarle sobre su libro, pintura o película favorita. En el caso de Pedro Guerrero, sus preferencias son las que corresponden a quien fue un joven inquieto intelectualmente y con la voluntad propia de un ganador en cuantas oposiciones del más alto nivel se ha presentado. Virtudes todas ellas que todavía conserva en buena parte.

- El libro que recomendaría a sus mejores amigos es **"El extraño orden de las cosas"**, de António Damásio. Un libro de gran altura científica y enormemente divulgativo que, según Pedro Guerrero, "describe el hilo conductor desde la aparición de la materia hasta el surgimiento de la vida inteligente y, finalmente, esa vida inteligente toma conciencia de sí mismo y pasa a tener emociones y sentimientos".



- A Pedro Guerrero le gustaba darse una vuelta a menudo por el Museo del Prado cuando Asesores Bursátiles estaba muy cerca de la pinacoteca. Por eso no puede ser sorprendente que la pintura que más le guste sea **Las Meninas de Velázquez**.

"Es la cumbre de la pintura realista, pero no solo por lo que es el maravilloso pincel de Velázquez sino porque los verdaderos protagonistas del cuadro son el aire, la



● Velázquez

atmósfera y el volumen, la tercera dimensión que un plano no puede captar. Velázquez lo consiguió captar como un cuadro muy conceptual y elaborado".

- Finalmente, si se le pregunta que película le gustaría volver a ver, lo tiene muy claro: **"La naranja mecánica"** de Stanley Kubrick, por su "enorme modernidad y estética futurista". Confiesa que durante la pandemia ha vuelto a ver grandes películas como la trilogía de "El Padrino", "Ciudadano Kane" o "Espartaco". Y quiere también añadir que, aunque la acaba de ver, recomienda y le apetece volver a visionar la serie **"Gambito de Dama"** y ahí le sale el recuerdo de aquellos tiempos en los que el ajedrez cautivó a un joven en el que ya destacaban sus muchas inquietudes culturales, empresariales... ❁



tradicional del que, poco a poco, se van apoderando las grandes empresas tecnológicas?

La banca no va a abandonar ese negocio tradicional. Pero lo va a tener que hacer de otra forma porque el cambio que se ha producido en el mundo de las comunicaciones y la transmisión del conocimiento ha sido tan grande que el modelo tradicional resulta ahora menos válido.

Pero sigue siendo un negocio fundamental de la banca gracias al que la economía crece. Se tiene que hacer de otra forma porque los márgenes son menores y, además, el público tiene una información muchísimo mayor, la competencia es más grande y es necesario utilizar las nuevas tecnologías.

¿Con bajos tipos es mal negocio ser banquero?

La liquidez nos cuesta dinero con bajos tipos. Todos los bancos tenemos más depósitos que inversión crediticia y ese exceso está en el Banco Central Europeo que nos cobra el 0,5 por ciento, que no se lo cobramos a los clientes.

¿Teme que las grandes empresas tecnológicas (Amazon, Google, Apple...) se apoderen de ese negocio tradicional bancario con sus potentes armas?



“
La banca merece mejor consideración pública. No conozco ningún banco rescatado, sino cajas de ahorro rescatadas.
”

Las grandes tecnológicas entrarán en algunos segmentos bancarios, pero no podrán hacerlo en otros. Esas grandes compañías tecnológicas tienen unos negocios en los que obtienen una rentabilidad sobre el capital mucho mayores y, además, no están acostumbradas a la estrechísima regulación que se exige hoy en día al negocio bancario. No veo a esas compañías captando depósitos del público. Ellas tienen mucha liquidez y un gran conocimiento e información de los clientes y no necesitan captar recursos. Van a estar en la concesión de créditos y, también, en los medios de pago con sus propias monedas y estrategias de descuentos.

Con la presentación de varios ERES en el sector bancario han arreciado las críticas a la banca, justo cuando parecía que estaba recuperando una parte de su mejor reputación en medio de la pandemia. ¿Qué le parece la consideración pública que tiene en estos momentos el sector bancario?

La banca merece una mejor consideración pública. Fue tratada

mal y perdió buena parte de la confianza de la que gozaba como consecuencia de que la última gran crisis fue una crisis financiera. Pero fue una crisis financiera que, en el contexto internacional, la crearon los →→→

THE DRIVE YOU DEMAND

FUERA DE
LOS CAMINOS
HABITUALES
CONSTRUIMOS LA
MEJOR SOLUCIÓN
PARA USTED

En UBP, estamos convencidos de que no existe un solo patrón aplicable a todo el mundo. Nuestros equipos crean estrategias personalizadas, centradas en las necesidades concretas, los objetivos propios y las aspiraciones particulares de cada cliente.

Wealth & Asset Management | Treasury & Trading | www.ubp.com

UBP ha sido autorizado y está regulado en Suiza por la Autoridad Federal de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA, Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers). En el Reino Unido, cuenta con la autorización de la Autoridad de Regulación Prudencial (FSA, Prudential Regulation Authority), está regulado por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority) y está sujeto a la regulación limitada de la Autoridad de Regulación Prudencial (Prudential Regulation Authority).

[in](#) [t](#) [f](#) [v](#) [g](#) [i](#) Suscríbese a nuestra newsletter en ubp.com



UNION BANCAIRE PRIVÉE



Pedro Guerrero durante la entrevista concedida a Rafael Rubio, director de esta revista.

→→ grandes bancos de inversión con unos productos de altísimo riesgo. En el ámbito nacional, esa crisis fue creada no por los bancos, sino por las antiguas cajas de ahorro, que entraron en grandes operaciones inmobiliarias que requerían un gran exceso de financiación y que provocó una burbuja que, finalmente, estalló. Pero las cajas no tenían accionistas, de tal forma que los que se salvaron fueron los clientes de las cajas pequeñas y grandes. A su salvación contribuimos todos, pero los bancos en mayor medida y, además, pagamos con una mala e injusta reputación.

No conozco ningún banco rescatado. El Banco Popular se lo quedó el Banco Santander y ahí no hubo desembolso de dinero público. Solo conozco cajas rescatadas.

La actuación ahora de los bancos frente a la pandemia nos ha reivindicado un poco y los cambios y las reducciones de plantillas que se están produciendo en la banca se llevan haciendo ya desde

“
Las grandes empresas tecnológicas entrarán en algunos segmentos bancarios, pero no podrán hacerlo en otros.
 “

hace un tiempo y responden a un cambio en el modelo de negocio tradicional. Se han hecho de una forma, en general, pactada, en buenas condiciones y haciendo un gran esfuerzo. No han sido recortes salvajes ni cierres patronales. En el caso de Bankinter, no hemos llegado a hacer siquiera el mínimo recorte.

¿Qué futuro le ve a las criptomonedas?

Es un mundo que no entiendo muy bien. Creo que las criptomonedas han llegado como consecuencia de un importante avance tecnológico. Pero las criptomonedas como dinero, entendiendo su acepción tradicional de que es un medio de pago generalmente aceptado

y, también, una unidad de cuenta de depósito y valor, yo no lo acabo de ver. La aceptación de las monedas actuales se deriva de que están respaldadas por una autoridad soberana, ya sea la de un Estado o la de una entidad supranacional, como es el caso de la Unión

Europea. Realmente, esas entidades están respondiendo con todo su PIB. Y tienen valor por eso, porque tienen ese respaldo. ¿Dónde está el respaldo de las criptomonedas? Evidentemente, han multiplicado su valor porque su oferta es escasa y su demanda ha sido muy grande, pero, ¿dónde está su utilidad como medio de pago generalmente aceptado? Algunas personas lo aceptarán, pero probablemente hay muchas otras a las que no les gustará que quieran pagarles su casa con bitcoins.

¿Qué le preocupa de la España pos Covid?

Lo que más me preocupa es algo que es pre Covid y que la pandemia debería habernos ayudado a suavizar. Me preocupa el ambiente de crispación política que se generó en la crisis pasada. Creo que, tras la pandemia, vamos a una sociedad más solidaria, con un avance de la tecnología y de la productividad y que en España nos va a dejar una enorme deuda que nos obligará a recuperar una sostenibilidad financiera. Todo ello nos exigirá crear unas bases para ir reduciendo esa deuda y para que nuestras finanzas públicas se vean sostenibles

para que el crédito/país se mantenga y eso exigirá algunos sacrificios. Creo que el pueblo español es bastante responsable porque hemos aprendido muchas cosas del pasado y tenemos un futuro lleno de retos, pero, también, de oportunidades y esperanzas.

Usted es presidente del comité de sostenibilidad de su banco. ¿De verdad cree que vamos a conseguir hacer sostenible el planeta? ¿No hemos perdido ya mucho tiempo?

Soy una persona optimista y creo que las cosas van a ir a mejor. Soy optimista por naturaleza y, también, porque he estudiado la historia de la humanidad, que no ha dejado de progresar por mucho que se diga que "cualquier tiempo pasado fue mejor". Ahora mismo, la humanidad se enfrenta a un problema terrible que puede afectar a las generaciones futuras y a la sostenibilidad del planeta, pero frente a ese problema hay una enorme conciencia social. Estoy seguro de que seremos capaces de sobrevivir a ese problema y el sector financiero tiene que aportar mucho en ese esfuerzo. ●

Fidelity Funds Future Connectivity Fund

Fidelity Funds Future Connectivity Fund

La tecnología cambiará nuestra forma de conectarnos...
y no solo desde este planeta.

Gracias a la innovación constante que vive este sector, en el mañana también nos conectaremos a internet desde Marte. Invierte en el futuro de la conectividad de la mano de Fidelity y el fondo **Fidelity Funds Future Connectivity Fund**.

fondosfidelity.es/temáticas/megatendencias

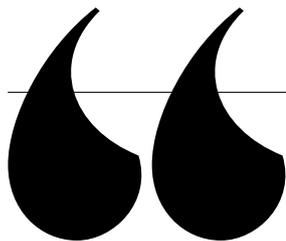
Un selfie
desde Marte.
¿En serio?

En serio.



Fidelity[™]
INTERNATIONAL

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 Luxembourg, 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. CS1051



Hay épocas en que un cambio de rumbo radical es tan inaplazable que debiera convertirse en una motivación generalizada. Las grandes crisis implican transformaciones disruptivas, aunque pocas veces se conoce el punto de destino, o cómo llegar a él. Para eso, hacen falta principios, imaginación, iniciativa, y esfuerzo colectivo.

La confluencia del Covid-19, el descrédito de las instituciones, los enfrentamientos geopolíticos, la necesidad de un nuevo pacto social y medioambiental, y los efectos de la digitalización masiva, plantean escenarios de una complejidad sin precedentes. Todos estos fenómenos tienen orígenes conocidos. Sus raíces y consecuencias se han infravalorado pensando que se trataba de anomalías puntuales corregibles por el propio sistema. No es así. Retomar el camino del progreso con algunos retoques demostraría la misma ceguera e imprevisión que exhibimos ante la crisis.

Desde una perspectiva económica, antes de la pandemia se insistía en crecer a toda costa, en maximizar éxito y valor a corto plazo; había activos sobrevalorados y gran endeudamiento; menores rendimientos para el ahorrador, malestar en las clases medias, y descenso del poder adquisitivo y aumento de la desigualdad entre las clases bajas. En respuesta, nos conformamos con reiterar declaraciones grandilocuentes sobre la pertinencia de profundas reformas estructurales en el sistema sanitario, en el mercado de trabajo, la sostenibilidad, las pensiones, o el cumplimiento fiscal y laboral. Y, a nivel internacional, se proclama la necesidad de afrontar la superpoblación, la pobreza y la desigualdad. Pero no se trata de resucitar diagnósticos sino de cambiar la actitud a nivel personal, empresarial y político y poner en marcha medidas imprescindibles ya hace tiempo.

Más preocupante aún es que los ciudadanos han perdido la confianza, viven entre la incertidumbre y la rabia, y están faltos de alicientes, ideales y referencias. La ausencia de liderazgo, el sectarismo, la corrupción y



¿Otra ocasión perdida?

PÍO CABANILLAS*

la ineficacia de los poderes públicos han minado las instituciones y su legitimidad ante un elector escandalizado por cómo intereses particulares se anteponen a la idea de servicio en pos del bien común. No es extraño que se extremen las posturas.

En el contexto internacional, impera la desglobalización y la contestación a la multilateralidad y a los ideales de integración nacidos en la postguerra, a los que tanto debemos el progreso de las últimas décadas. Trabajar solidariamente por su adecuación a los tiempos es menos rentable políticamente a corto que proclamar la ineficacia de los organismos y lanzarse a una deriva nacionalista y proteccionista.

Y, por si fuera poco, tampoco hay confianza en los medios de comunicación públicos y privados, ni en la información misma, ante la falta de pluralismo, la superficialidad y, sobre todo, su pérdida de independencia frente al poder y la empresa. Opinar libremente cada vez cuesta más en todos los sentidos.

En este panorama, la reacción del Estado parte de una muy discutible elección: la seguridad colectiva, en todos los órdenes, frente a la libertad y la privacidad. La tentación dirigista, populista, nacionalista o totalitaria al amparo de la excepcionalidad es un riesgo cierto e innecesario. Nuestras democracias ya establecen una serie de cesiones en favor del bien común que limitan nuestros derechos y libertades. Otra cosa es que las restricciones sean impuestas discrecionalmente en el ejercicio del poder, sin informar al ciudadano, y se consagre la libertad individual como excepción y la intervención como regla.

Lo inusual debería ser la regla. El diseño de esa sociedad que tanto proclamamos y nunca ponemos en marcha. La sostenibilidad, el propósito empresarial, una nueva ética económica y una gestión eficiente de los recursos públicos. No hay una receta mágica pero sí tendencias. Los responsables de consolidarlas somos todos. Quienes se transformen tendrían una gran ventaja. Además, poco a poco, accederá al poder una generación curtida en las crisis de 2008 y el Covid. Hoy, son los grandes perjudicados por nuestra desidia y los más necesitados de confianza, en sí y en las instituciones. ●

(*) Abogado.

An illustration depicting a man in a dark blue suit falling from a large, thick, red snake that forms a large loop in the sky. The scene is set in a stormy forest with rain falling and dark, leafy trees. The man is in a state of panic, with his arms outstretched. A briefcase is seen falling away from him. The overall mood is one of risk and uncertainty.

La imprescindible apuesta por la **Renta Fija**

Encuesta EFPA España: La opinión de los asesores financieros

Análisis: ¿Qué hacer ahora con la Renta Fija?

Deuda Soberana: En el centro del debate

Bonos corporativos: Mantienen su atractivo

Bonos Verdes: Financiar la transición energética

Telefónica SA: Entrevista con su Director de Financiación



El mayor reto para gestores y asesores

Me lo dice un amigo al que considero un buen profesional del mundo financiero y a quien, sin embargo y por ser coherente con mis principios, nunca le encargaré la gestión de una parte de mi patrimonio para no poner en riesgo nuestra larga relación de amistad: "gestionar la renta variable, aunque pueda parecer lo contrario, no es tan difícil, lo verdaderamente complicado es hacer una buena gestión de la renta fija". Y esto lo afirma mientras señala la creciente dificultad ante este tipo de activo que durante mucho tiempo llegamos a considerar "sin riesgo".

En las últimas décadas, los activos de renta fija han dado los mayores sustos y sinsabores a los ahorradores e inversores. Ahora, en el escenario postpandémico (con permiso de las nuevas variantes) se está creando una situación que es lo más parecida a esa tormenta perfecta que ha dado para tantos guiones cinematográficos.

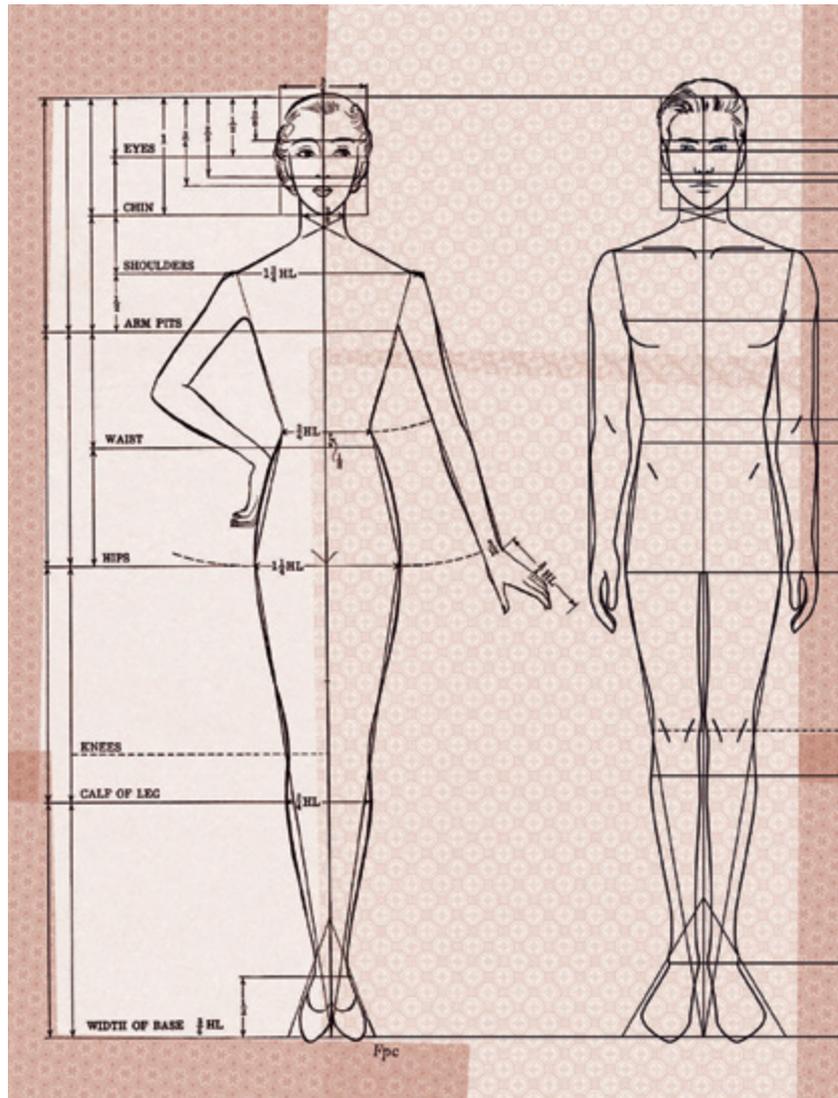
Tipos de interés, inflación, deuda,... parecen dispuestos a moverse en un tablero diabólico en el que cualquier movimiento de una de las variables provocará una rápida reacción de las otras de consecuencias incontrolables y, desde luego, nada buenas para la estabilidad económica y financiera.

Los activos de renta fija están planteando, en estos momentos, el reto más difícil a los gestores de carteras y, por extensión, a los asesores financieros. Porque es cierto que no puede prescindirse de tal activo, especialmente para un colectivo de inversores como el español, de perfil conservador y que sólo en los últimos años parecía dispuesto a asumir algo más del riesgo habitual. Pero, no es menos cierto que, en este momento, es más fácil hacer una apuesta perdedora que ganadora en el entorno de la renta fija. Una amplia literatura, surgida en los últimos meses por parte de los más expertos en el sector, confirma esta negativa constatación sin necesidad de recurrir a los malos presagios de Warren Buffett.

En el caso de los asesores financieros, su gran reto consiste en analizar con extremo cuidado las ofertas que existen en el mercado, descubrir los mejores gestionados, y ofrecérselos a sus inversores. Se impone para ellos un mayor esfuerzo de análisis y selección entre los gestores de renta fija, en consonancia con las enormes dificultades del momento. Porque no es alternativa prescindir de estos activos y sugerir a los ahorradores pasar todo su patrimonio financiero a la renta variable. Existe, sin duda, la posibilidad de ofrecer otras alternativas, pero, en ningún caso, estarán exentas de riesgo, pese a sus exiguas remuneraciones. Y, todo ello, acompañado también de una buena dosis de esfuerzo pedagógico. Porque son precisamente los inversores que más echan de menos la seguridad y rentabilidad de los activos de la renta fija los que necesitan más explicaciones con las que entender la razón por la que la renta fija no es tan fija y la causa por la que, cuando los tipos de interés suben, cae el valor liquidativo de sus fondos. Un enorme reto, ciertamente. ●

Hacemos trajes a medida.

Únete a **Caser Asesores Financieros** e incorpórate a nuestro modelo de asesoramiento, **flexible, transparente y solvente.**



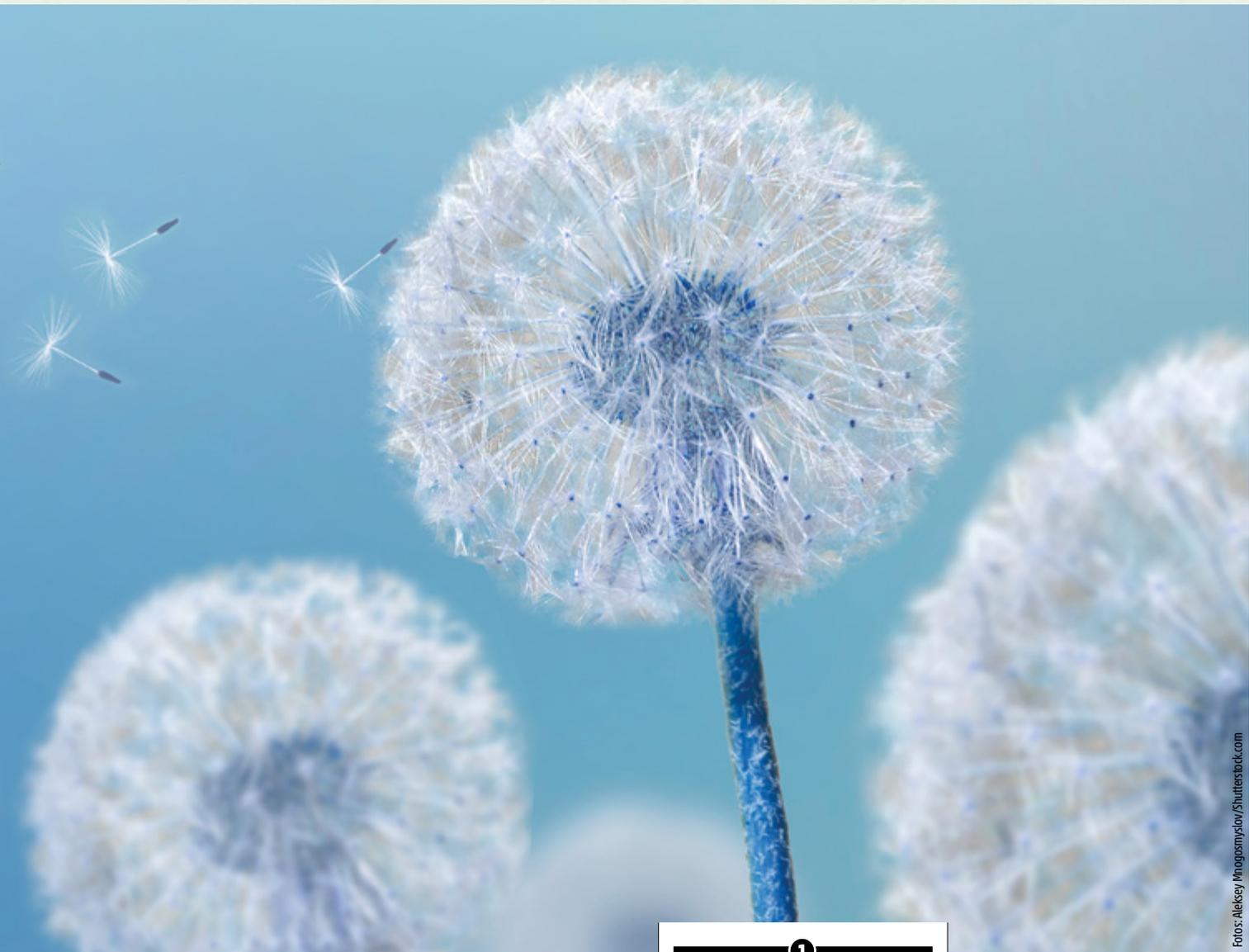
*Es una forma de hablar, pero cuando decimos que hacemos trajes a medida, es porque en **Caser Asesores Financieros** ponemos a tu disposición todo lo que necesites en cada momento para ofrecer el mejor servicio a tus clientes. Conócenos y forma parte de nuestro Equipo de Asesores Financieros con presencia en toda España.*

Únete a nosotros en
caserasesoresfinancieros.es

ENCUESTA ENTRE LOS
ASOCIADOS EFPA ESPAÑA

En busca de la mejor gestión

Los profesionales del asesoramiento financiero son conscientes del difícil entorno que rodea a los activos de la renta fija. Tienen muy presente que en tal escenario hay que buscar y valorar especialmente una buena gestión. Saben que no se puede prescindir de los fondos de renta fija y que existen alternativas y oportunidades para ofrecer a los inversores. Por **Carlos Azuaga**.



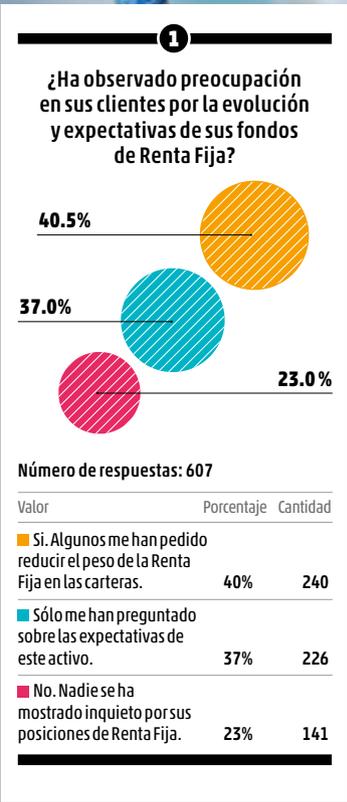
Fotos: Aleksey Mrogomyslov/Shutterstock.com

Preocupados en el pasado de hacer comprender a sus clientes la necesidad de mantener la inversión en fondos de renta fija en su debida proporción, los profesionales del asesoramiento financiero se encuentran ahora con un escenario más complicado que requiere otros esfuerzos. El entorno de la renta fija se ha vuelto muy complejo y es preciso estar muy alerta y buscar alternativas para no verse sorprendido por cualquiera de las variables de las que depende su evolución.

Cada día que pasa y van apareciendo nuevos datos,

en Estados Unidos o Europa, preocupan más los efectos que puedan tener sobre las carteras con fondos de renta fija. Pese a los mensajes tranquilizadores de los bancos centrales, pocos piensan que si los índices de precios mantienen su ritmo ascendente no se produzca una subida de los tipos de interés y se detenga, aunque sea a un ritmo lento, la compra de bonos y otros activos. Todo ello presionaría al alza el rendimiento de los bonos y provocaría pérdidas crecientes en las carteras de renta fija.

En sólo un par de meses, ha cambiado la opinión de los



expertos de este segmento de mercado hacia un creciente pesimismo. Aquel escepticismo sobre la amenaza de la inflación o sobre la toma de medidas de los bancos centrales con una lenta subida de tipos, se empezó a volver más dubitativo a partir de mediados de abril y en los últimos tiempos aparecen ya voces que reconocen que existe un riesgo más que real.

Este cambio se ha producido no sólo entre los profesionales del mercado, sino, también, entre los ahorradores/inversores, según pone de

*** manifiesto la encuesta llevada a cabo por EFPA España en la primera semana del mes de mayo pasado y que fue respondida por más de 600 asociados. Un 40 por ciento de los asesores consultados señalaba que sus clientes habían mostrado preocupación por la evolución y expectativas de los fondos de renta fija y habían pedido reducir su peso en las carteras. Se trata de un porcentaje importante teniendo en cuenta que la preocupación por este tipo de activo habrá crecido con el paso del tiempo desde principios del mes de mayo. A tal porcentaje habría que añadir el 37 por ciento de los clientes que ha preguntado a su asesor sobre las expectativas de la renta fija, algo que no suele ser habitual cuando se trata de un activo que, en el pasado, fue considerado "sin riesgo" y un recurso seguro para los inversores más conservadores.

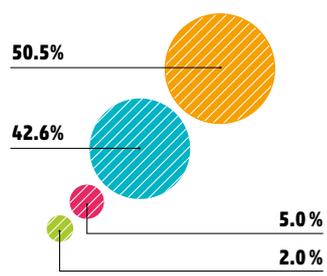
Es justo añadir, de otra parte, que esta preocupación por los activos de renta fija muestra también una creciente cultura financiera de los ahorradores/inversores españoles. La historia muestra que las crisis de la renta fija, que se han repetido en el tiempo, han cogido normalmente por sorpresa a quienes tenían este tipo de activo en cartera. La situación parece que está cambiando y, sin duda, en ello habrá tenido mucho que ver la propia labor realizada por los asesores financieros ante sus clientes.

Son, naturalmente, los profesionales del asesoramiento financiero los primeros preocupados por la evolución de un activo tan

importante e imprescindible para las carteras como los de renta fija. Así queda demostrado cuando un 93 por ciento responde que un posible incremento de la inflación y una subida de tipos de interés tendría una clara repercusión sobre los activos de renta fija. Solo un 2 por ciento responde que no se siente preocupado por lo que pueda ocurrir, mientras que un 5 por ciento considera que el mayor riesgo está en el exceso de liquidez, característica también de la actual situación de los mercados financieros, tanto en Europa como en Estados Unidos.

La subida de la inflación es más que un riesgo con la recuperación de las economías, gracias en buena parte a las vacunas y las ingentes ayudas que algunos gobiernos, como el de Estados Unidos, han puesto sobre la mesa para relanzar la economía. Es, incluso, un deseo de los propios bancos

2
¿Qué es lo que podría tener mayor repercusión en los activos de Renta Fija próximamente?



Número de respuestas: 591

Valor	Porcentaje	Cantidad
Una subida de los tipos de interés.	50.5%	301
Un posible incremento de la inflación.	42.6%	252
Liquidez.	5.0%	28
No me preocupa nada.	2.0%	10



Fotos: Mykola Mazuryk/Shutterstock.com

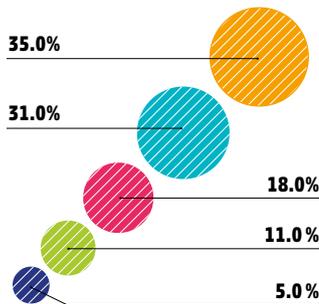
EXPERTOS Y ASESORES COINCIDEN AL SEÑALAR QUE LA DEUDA SOBERANA SERÍA LA QUE MÁS SUFRIRÍA CON UNA SUBIDA DE TIPOS. PERO HAY ALTERNATIVAS.

centrales que, en los últimos tiempos, han intentado, con poco éxito, su crecimiento. El problema es que, despertado ese monstruo, enemigo del ahorrador, los bancos centrales podrían perder su control. Parece claro que los precios de la energía y de las materias primas van a presionar al alza los precios de manera importante si se confirman las previsiones de crecimientos del PIB que manejan las principales instituciones económicas.

La subida de los tipos de interés, si la inflación mantiene un crecimiento continuado, parece inevitable desde la situación en la que nos encontramos con unos tipos "brutalmente bajos", como los llegan a calificar muchos expertos. El discurso tranquilizador de los bancos centrales va acompañado de una cierta permisividad para que los *tires* vayan subiendo poco a poco. El

3

¿Qué tipo de activo de Renta Fija considera que tiene ahora un mayor riesgo? próximamente?



Número de respuestas: 585

Valor	Porcentaje	Cantidad
Todos en general.	35.0%	207
Deuda soberana.	31.0%	179
Deuda de países emergentes.	18.0%	105
Deuda corporativa.	11.0%	66
Ninguno especialmente.	5.0%	27

escenario justifica, sin duda, la preocupación mostrada tanto por los profesionales como por los inversores.

Los riesgos de la renta fija han provocado un amplio debate entre los expertos sobre el tipo de activo, dentro de este segmento, que más sufriría, si llegara a producirse el peor de los escenarios. La conclusión de este debate es muy semejante a las respuestas que los asociados de EFPA España han dado en la encuesta.

Un 31 por ciento considera que la deuda soberana sería la que se vería más afectada, en la línea de la opinión generalizada de los expertos al considerar buena parte de ellos que no es el mejor momento para tener exposición a este tipo de

LOS FONDOS DE RENTA FIJA DE PAÍSES EMERGENTES SE PRESENTAN, A LA VEZ, COMO UNA ALTERNATIVA Y UN RIESGO. MANDA LA BUENA GESTIÓN.

deuda por el bajo rendimiento que ofrecen estos activos en todos los plazos.

Pero la encuesta señala, también, un temor a la deuda de países emergentes, justo el tipo de activo dentro de la renta fija que muchos expertos consideran como una alternativa para tener en cuenta. Sin duda, las tensiones inflacionistas en estos países tienen mucho que ver con ese temor a que su atractivo esté acompañado de un riesgo importante.

La mayor rentabilidad que ofrece la deuda corporativa respecto a la soberana hace desconfiar menos de este tipo de bono. Pero, en cualquier caso, la enorme dificultad para orientarse en la actual situación en el universo de la *******

DWS CONCEPT KALDEMORGEN,

COMBINANDO ACTIVOS EFICIENTEMENTE DESDE HACE 10 AÑOS

En su 10^o aniversario, el fondo multiactivo **DWS Concept Kaldemorgen** continúa ofreciendo con éxito una estrategia de asignación de activos flexible con una gestión de control de riesgo riguroso



Más información sobre el fondo:
<https://go.dws.com/kaldemorgen10>

Las inversiones están sujetas a riesgos

DWS

Sólo para inversores profesionales (MiFID Directiva 2014/65/UE Anexo II).

Las inversiones están sujetas a varios riesgos, incluyendo las fluctuaciones del mercado, los cambios regulatorios, el riesgo de contraparte, los posibles retrasos en la devolución y la pérdida de ingresos y el capital invertido. El valor de las inversiones puede bajar o subir, y usted puede no recuperar el importe invertido inicialmente durante el tiempo que dure la inversión. Además, son posibles las fluctuaciones sustanciales del valor de la inversión incluso en períodos cortos de tiempo. Se podrá encontrar la información completa del fondo en el folleto informativo y/o DFI, al que debería adjuntarse el último informe anual auditado y el correspondiente informe semestral en caso de que éste sea más reciente que el último informe anual. Estos documentos constituyen la única base vinculante para la compra de participaciones del fondo. Si un producto financiero está expresado en una divisa diferente a la del inversor, cualquier fluctuación en el tipo de cambio puede afectar negativamente al precio o valor del producto financiero o a los ingresos derivados del mismo, por lo que el inversor asume en su totalidad el riesgo de cambio. El producto descrito en este documento puede no ser apropiado para todos los inversores y con anterioridad a cualquier operación o transacción debe seguir los pasos necesarios para asegurarse de que entiende completamente la operación y que ha realizado un estudio independiente de la adecuación de la operación a sus propios objetivos y circunstancias, incluyendo los posibles riesgos y beneficios de realizar dicha operación. Podrá obtener la información mencionada anteriormente de forma electrónica o impresa sin coste de su asesor financiero, DWS International GmbH, sucursal en España, o en la dirección www.dws.es

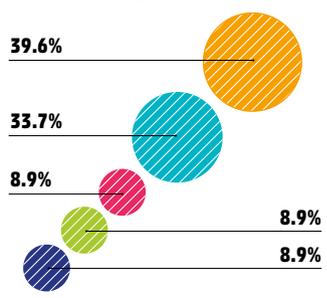
CRC: 083138 Mayo 2021

*** renta fija queda reflejada en el hecho de que el 35 por ciento de los encuestados considere que toda la renta fija tiene ahora riesgo sin llegar a hacer distinciones.

Los fondos de bonos verdes y sostenibles se presentan como la principal alternativa que los profesionales del asesoramiento financiero están ofreciendo a los inversores con fondos de renta fija tradicionales. Algunas gestoras han comenzado a comercializar en el último trimestre nuevos fondos de bonos sostenibles y bonos sociales.

La otra gran alternativa para los encuestados son los fondos de otro tipo de activos y, en menor medida, fondos de renta fija alternativa y de renta fija emergente. Este último tipo de fondos, donde muchos gestores manifiestan que es posible

4
¿Ha contemplado o propuesto alternativas a los fondos de Renta Fija tradicionales?



Número de respuestas: 571

Valor	Porcentaje	Cantidad
Fondos de bonos verdes y sostenibles.	39.6%	227
Fondos de otros activos.	33.7%	192
Fondos de Renta Fija alternativa.	8.9%	50
Fondos de Renta Fija emergente.	8.9%	49
No veo justificado ofrecer alternativas.	8.9%	52

encontrar oportunidades, es recomendado por algunos expertos que consideran que los riesgos que perciben los

LA ÚLTIMA DÉCADA HA SIDO LA DE "LA TRANSFORMACIÓN DEL INTERÉS SIN RIESGO AL RIESGO SIN INTERÉS". TAL HA SIDO LA EVOLUCIÓN DE LA RENTA FIJA.

inversores de los mercados emergentes suelen ser mayores que los riesgos reales. Hay que destacar que para 2023 se espera que la emisión de bonos verdes de mercados emergentes alcance los 100.000 millones de dólares.

Lo que pone de manifiesto la actual situación y la respuesta de los encuestados es que la gestión activa resulta ahora imprescindible cuando se trata de abordar las posibilidades del segmento de renta fija. Es el momento no sólo de acertar con las mejores alternativas sino, también, con los mejores gestores para hacer frente a la actual situación de incertidumbre. Porque la nueva situación en torno a los fondos de renta fija ofrece oportunidades que es preciso encontrar.

Ser activos y buenos gestores es la clave, si

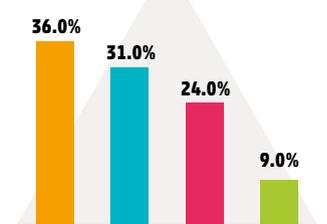
Unos fondos imprescindibles para tener en cartera

→ A pesar del riesgo que envuelve al universo de fondos de renta fija, un 67 por ciento de los profesionales encuestados considera que este tipo de fondos es imprescindible en las carteras. Unos lo consideran así porque aportan estabilidad en momentos de fuerte volatilidad en los mercados; otros, porque el inversor

conservador siempre querrá una buena cuota de ellos en su cartera. No hay que olvidar, de otra parte, que en el perfil del inversor español sigue predominando la actitud conservadora y que buena parte del dinero colocado en fondos de renta fija proviene de los activos tradicionales bancarios, que, desde hace tiempo,

nada aportan a los inversores. → Un tercio de los encuestados considera, sin embargo, que los fondos de renta fija no son imprescindibles y que, en los momentos actuales, pueden aportar más riesgo que seguridad a las carteras. Se trata, sin duda, de un porcentaje muy alto que hace solo dos años nos habría sorprendido. •

5
¿Considera que, pese a los resultados al comienzo del ejercicio y las complejas expectativas, es imprescindible contar con Fondos de Renta Fija en las carteras?



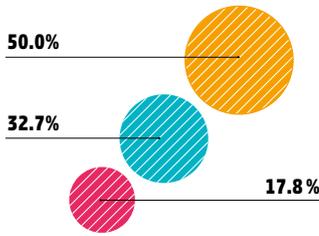
Número de respuestas: 567

Valor	Porcentaje	Cantidad
Sí, porque en cualquier caso, aportarán estabilidad.	36.0%	203
El inversor conservador siempre querrá una buena cuota de Renta Fija en su cartera.	31.0%	177
No son imprescindibles. Ahora pueden aportar más riesgo que seguridad a la cartera.	24.0%	134
Sólo prescindiré de la Renta Fija, si el cliente tiene aversión a ese activo, y lo pide.	9.0%	52



6

¿Hasta qué punto la evolución y expectativas actuales de la Renta Fija dificulta su labor como asesor financiero?



Número de respuestas: 562

Valor	Porcentaje	Cantidad
La dificulta. Porque ese activo debería ser la base segura sobre la que estructurar una cartera para inversores conservadores.	50.0%	279
La dificulta relativamente ya que hay alternativas.	32.7%	183
No me lo dificulta. Es un activo como cualquier otro.	17.8%	100

atendemos a la opinión de los propios profesionales que consideran, en su mayoría, que los activos de renta fija deberían ser la base segura sobre la que estructurar

una cartera. Por eso, la mitad de los encuestados manifiesta que la situación actual dificulta en buena medida la labor de asesoramiento, mientras un tercio considera que la dificulta solo relativamente ya que existen otras alternativas. Mucho más optimista, un 17,8 por ciento estima que la renta fija es como cualquier otro activo y, por tanto, no aprecia una dificultad especial a la hora de enfrentarse con el actual entorno de incertidumbre. Sin embargo, son muchos los que hacen suya la reflexión de un conocido asesor que, a propósito de la renta fija, resume la última década como la de “la transformación de interés sin riesgo a riesgo sin interés”. ●



Fotos: movit/Shutterstock.com

Malas expectativas a uno y tres años

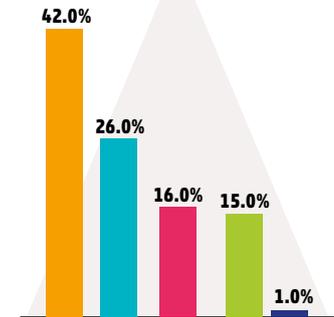
! → Los profesionales del asesoramiento no se engañan. El 57 por ciento de los encuestados por EFPA España considera que el rendimiento de un fondo estandar de renta fija con una duración promedio de tres años para los próximos doce meses será negativo, incluso con menos del 1,5 por ciento para un 15 por ciento de ellos. El resto de los encuestados estima que el rendimiento será prácticamente nulo o positivo, pero por debajo de la inflación.

→ La fotografía que muestra estas respuestas no puede ser más clara. La renta fija es un activo imprescindible para buena parte de las carteras, pero con unas malas expectativas de rendimiento en los próximos doce meses.

→ Las expectativas a tres años mejoran, pero siguen siendo negativas para el 44 por ciento de los encuestados y nulas para un 23 por ciento. Solo hay un 5 por ciento de los encuestados que considera que habrá rentabilidades por encima de la inflación, lo que significa que el 95 por ciento de los profesionales no podría contar con este tipo de fondos para que cumpliera el papel que, tradicionalmente, se pide a estos fondos en una cartera. ●

7

¿Cuál cree usted que será el rendimiento de un fondo estandar de Renta Fija, con duración promedio de tres años, en los próximos doce meses (estimemos gastos del 0,3%)?

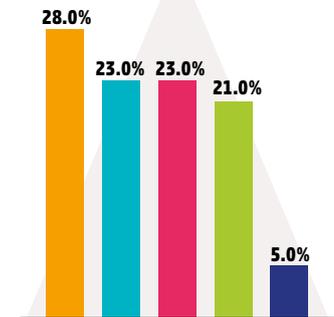


Número de respuestas: 559

Valor	Porcentaje	Cantidad
Negativo (entre 0y -1%).	42.0%	236
Prácticamente nulo.	26.0%	144
Positivo, pero por debajo de la inflación.	16.0%	89
Negativo (más del -1%).	15.0%	83
Positivo por encima de la inflación.	1.0%	6

8

¿Cuál cree usted que será el rendimiento de un fondo estandar de Renta Fija, con duración promedio de tres años, en los próximos 36 meses (estimemos gastos del 0,3%)?



Número de respuestas: 559

Valor	Porcentaje	Cantidad
Positivo por debajo de la inflación	28.0%	155
Prácticamente nulo	23.0%	129
Negativo (más del -1%)	23.0%	128
Negativo (entre 0y -1%).	21.0%	117
Positivo por encima de la inflación	5.0%	28

LA DUDA DE ASESORES E INVERSORES

¿Qué hacer ahora con la Renta Fija?

Inversores y asesores tienen puestos los ojos en los últimos meses en las variables económicas que pueden afectar a la valoración de los activos de renta fija en cartera. No hay autoridad financiera ni experto que se haya referido a ello en los últimos meses sin que tales opiniones despejen las incertidumbres.

Por **Fernando Luque**.*

*Editor de **Morningstar** en España.

Los rendimientos de los bonos están aumentando en todo el mundo. En Estados Unidos, por ejemplo, el rendimiento de la deuda pública a diez años pasó del 0,6 por ciento al 1,5 por ciento en estos últimos 12 meses (vea gráfico de la página 51). En Alemania, el rendimiento actual de los bonos públicos ha pasado del -0,6 por ciento al -0,2 por ciento desde principio de año. Y como los rendimientos se mueven en una relación inversa a los precios, muchos inversores en bonos han sufrido pérdidas importantes en los últimos meses.

Los inversores de la categoría de fondos de bonos a largo plazo en euros de Morningstar

han sido, sin duda, los más afectados. Sus fondos han sufrido pérdidas medias de casi el 10 por ciento en los cuatro primeros meses de este año. Los fondos de deuda pública en euros se dejaron una media del 2,5 por ciento en ese mismo periodo. Pero no todas las categorías han presentado los mismos resultados. Por

ejemplo, la categoría de renta fija *high yield* o la de bonos ligados a la inflación han conseguido rentabilidades positivas hasta finales de abril: un 1,7 por ciento y un 0,7 por ciento respectivamente.

¿Cuál es la gravedad de la situación en el mercado de bonos? ¿Estamos a las puertas de un desastre para los

CATEGORÍA	Rendimiento				
	1 mes	3 meses	YTD2021	1 año	3 años
RF Corporativa Euro	0,1	-0,4	-0,5	5,1	1,9
RF Diversificada Euro	-0,3	-1,0	-1,2	3,0	1,2
RF Pública Euro	-0,8	-2,0	-2,5	0,9	1,7
RF High Yield Euro	0,5	1,4	1,7	13,4	2,4
RF Largo Plazo Euro	-2,4	-8,2	-9,9	-4,6	6,8
RF Ligada a Inflación Euro	-0,4	0,3	0,7	7,0	1,4

Fuente: Morningstar Direct - datos a 30/4/2021





Fotos: fizkes/Shutterstock.com

bonos? Se preguntan ante este escenario inversores, asesores y expertos. La respuesta no puede ser otra: no lo sabemos, por supuesto, pero no parece muy probable.

NORMALIDAD EN EL ESCENARIO

En primer lugar, es importante destacar que es perfectamente normal que los rendimientos de los bonos más seguros (los de la deuda pública) suban en tiempos de recuperación económica. Los inversores asumen riesgos y compran acciones ante la perspectiva de un aumento de la actividad económica, lo que significa más consumo, más inversión y

un aumento de los beneficios empresariales. A cambio, venden bonos públicos seguros. En la actualidad, la economía mundial está a punto de recuperarse lentamente tras la crisis del coronavirus.

Esta situación suele suponer sólo un revés temporal para los bonos que los inversores a largo plazo deberían ignorar. Sobre todo, porque los bancos centrales no muestran signos de endurecer su política monetaria extremadamente laxa. La Fed estadounidense ha dado probablemente la señal más clara en este sentido partiendo de un nivel de inflación medio del 2 por ciento. Por lo tanto, no será el caso de que la Fed

endurezca la política monetaria antes de que la inflación en los Estados Unidos alcance con consistencia el umbral del 2 por ciento. Más bien, tolerará que se supere la marca del 2 por ciento hasta que considere que las anteriores fases de baja inflación se han "equilibrado". Hasta entonces, los tipos de interés a corto plazo se mantendrán cercanos a cero, y el banco central seguirá comprando bonos en el mercado secundario a gran escala.

La situación no es diferente en la Eurozona, el Reino Unido y Japón, donde el Banco de Japón incluso ha establecido explícitamente unos rendimientos objetivos

(*yield control*) para los bonos de mayor duración desde 2016.

INFLACIÓN Y PRECIOS ENERGÉTICOS

¿Y qué pasa si la inflación se escapa de los bancos centrales y estos pierden el control? De nuevo, no lo sabemos. Pero hay buenas razones para no apostar por un retorno sostenido de la inflación. A corto plazo, el aumento de los precios de la energía es el principal responsable del salto de la inflación: en la primavera de 2020, el precio del petróleo se había desplomado. Este efecto base es el principal responsable de la subida de las tasas de inflación. ***

*** Pero, incluso a más largo plazo, hay pocos indicios de que la inflación vaya a volver. Las sociedades de los países industrializados envejecen inevitablemente, lo que aboga por un mayor ahorro y un menor consumo. El progreso tecnológico y la digitalización continúan a un ritmo incesante, lo que debería tender a producir efectos desinflacionistas. Además, es probable que las políticas fiscales de gran gasto de los actuales gobiernos sean menos expansivas a corto y medio plazo, por lo que el riesgo de una inflación galopante y una venta en el mercado de bonos parece poco probable.

AUNQUE EL RENDIMIENTO DE LOS BONOS EN LOS PRÓXIMOS AÑOS NO ES, NI DE LEJOS, TAN BUENO COMO EN LA DÉCADA PASADA, ELLO NO SIGNIFICA QUE DEBAN SER ELIMINADOS DE UNA CARTERA.

¿Y qué significa esto para los inversores? Los inversores que se adhieren al escenario de una corrección temporal de los bonos pueden relajarse. Los precios deberían volver a estabilizarse rápidamente, al igual que ocurrió durante los picos de rendimiento de 2013 y 2016. Sin duda, los inversores pesimistas objetarán que no hemos experimentado una caída de los bonos en los últimos 40 años y que, por tanto, no sabemos cómo es una caída de los bonos. Se acepta el argumento. Pero recuerden que incluso durante la crisis de los bonos estadounidenses de 1977 a 1980, el precio de los bonos estadounidenses de referencia a diez años no cayó más del 3% (1980) ningún año.

INVERSORES INMUNIZADOS
Los inversores que compran directamente sus bonos y los mantienen hasta vencimiento están inmunizados contra los riesgos de duración. Cobran sus cupones cada año y recuperan su inversión al final del plazo. Los inversores en fondos de bonos o ETFs de bonos, por el contrario, no son inmunes a la depreciación de los precios porque muchos han invertido en vehículos con vencimientos residuales más o menos fijos. En este caso, las variaciones de precio pueden pasar factura a los inversores. Aunque no es inminente un desplome, pueden tener que lidiar con la asunción de pérdidas durante bastante tiempo. Por lo tanto, la inversión indirecta en bonos a través de fondos puede tener desventajas en comparación con las inversiones directas.

Sin embargo, tanto los inversores directos en bonos como los inversores en bonos a través de fondos o ETFs pueden buscar valores protegidos contra la inflación. Hay bonos cuyos pagos de intereses están vinculados a la tendencia general de los precios.

ARGUMENTOS PARA MANTENER BONOS EN CARTERA

Los inversores en fondos de renta fija no deberían necesariamente deshacerse de estas participaciones, ya que pueden seguir proporcionando un valioso colchón de protección frente a los movimientos del mercado bursátil. Los bonos del Estado se han comportado bien en pasadas caídas del mercado de renta variable, dando estabilidad a las carteras

Los bonos y las acciones no deben moverse al unísono



→ La siguiente tabla muestra en qué medida los precios de los índices de renta variable MSCI World y MSCI Europe se han movido al unísono con los precios de los dos índices de bonos, el índice BBbBarclays Pan Euro High Yield y el índice BBbBarclays Euro Government, desde 2011.

→ Una correlación de entre 0,6 y 1,0 se considera alta, una correlación de entre 0,2 y 0,6 moderada, y un valor de entre -0,2 y 0,2 se califica de no correlacionado.

→ Los valores significativamente inferiores a 0 indican una dirección contraria de los precios de los distintos activos y hablamos de correlación negativa.

→ Como muestra el gráfico, el índice de alto rendimiento BBbBarclays Pan Euro High Yield se comportó de forma sorprendentemente similar a la renta variable durante esta fase. La correlación con el MSCI Europe fue de 0,76, mientras que la del MSCI World seguía siendo de 0,68.

→ Sin embargo, el movimiento del índice de deuda pública, el BBbBarclays Euro Government, fue muy diferente, mostrando una correlación casi nula con el MSCI World (0,11) y el MSCI Europe (0,09). Sólo hubo una ligera correlación con el índice de alto rendimiento, con un 0,26. Esto demuestra que los bonos clásicos diversifican una cartera de acciones mucho mejor que una inversión de alto rendimiento. •

COEFICIENTES DE CORRELACIÓN

MSCI Eurorope NR EUR	0,90
BBbBarc Pan Euro HY Euro TR EUR	0,68 0,76
BBbBarc Euro Government TR EUR	0,11 0,09 0,26

- Rango de tiempo: 10 AÑOS - marzo de 2011 - febrero de 2021
- Frecuencia: Mensual
- Divisa: Euro

■ 1,00 a 0,60 ■ 0,60 a 0,20 ■ 0,20 a -0,20

mixtas de una manera que los bonos corporativos, de alto rendimiento o de mercados emergentes no pueden.

Los bonos más arriesgados, como el *high yield*, pueden ofrecer mayores rendimientos, pero suelen comportarse como las acciones. En la jerga financiera, esto se llama alta correlación, es decir, los precios de dos activos diferentes se mueven en la misma dirección. La gran ventaja es que tienen una menor correlación con las acciones que otros bonos.

Como conclusión habría que indicar que los bonos han sido difíciles de manejar en los últimos meses, pero los inversores deben tener en cuenta que proporcionan un importante grado de protección a una cartera, así como la posibilidad de obtener rendimiento. Los bonos pueden ayudar a compensar la volatilidad de la renta variable, sobre todo cuando los mercados son imprevisibles. Aunque el rendimiento de los bonos en los próximos años no es,

Mercado verde en crecimiento



→ Han pasado ya algunos años desde

el Acuerdo de París, cuando 196 países se comprometieron a un marco mundial para hacer frente al cambio climático. Estos países se comprometieron a limitar el calentamiento global por debajo de 2°C y a continuar los esfuerzos para limitarlo a 1,5°C. Pero media década después, la brecha entre el compromiso y el esfuerzo real sigue siendo evidente. ¿Cómo pueden ayudar los inversores?

→ Aunque los desafíos medioambientales siguen siendo complejos, la buena noticia viene del hecho de que los inversores han cambiado de marcha en este asunto. Según la

Iniciativa de Bonos Climáticos (Climate Bond Initiative), a finales de octubre de 2020, el mercado mundial anual de bonos y préstamos ecológicos alcanzó los 194.600 millones de dólares, y unos 46.400 millones de dólares (24 por ciento) de esa emisión de bonos están certificados por la Norma de Bonos Climáticos, lo que supone un aumento del 9 por ciento con respecto a hace un año.

→ Los principales bonos emitidos este año que fueron certificados incluyen bonos verdes soberanos emitidos por Chile y los Países Bajos, los principales bancos chinos, el fabricante de automóviles Volkswagen y el operador japonés

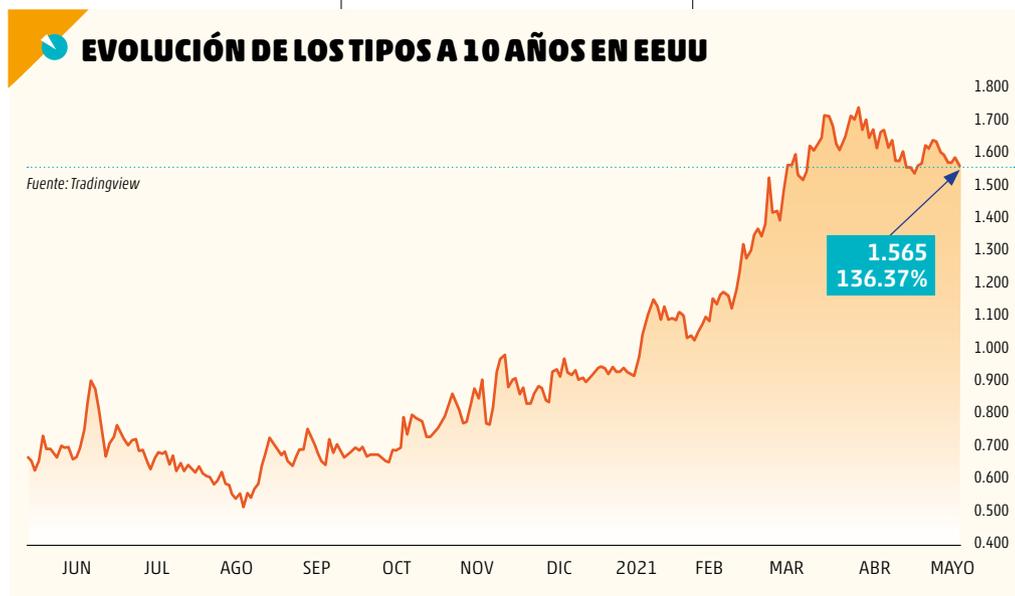
de redes de trenes rápidos JRRT.

→ Actualmente, el mercado de bonos verdes está dominado por los bonos denominados en euros, pero esto podría cambiar bajo el nuevo Presidente de los Estados Unidos, Joe Biden. El compromiso de Biden de volver a unirse al acuerdo de París simboliza un cambio transformador más amplio en la política climática.

→ Se espera que el mercado de bonos verdes, fuertemente impulsado por los inversores institucionales, siga creciendo en los próximos años. Sin embargo, los inversores deberían preocuparse por la calidad de las emisiones y no

invertir después de campañas de comercialización.

→ La selectividad y la transparencia contribuyen, en efecto, a garantizar que sólo los proyectos ecológicos más pertinentes y de mayor impacto reciban la financiación necesaria. En este contexto, es esencial beneficiarse del análisis y de los conocimientos profundos sobre los emisores de bonos verdes, ya que el mercado se encuentra todavía en el comienzo de su desarrollo y los inversores deben estar alerta a los riesgos del llamado "lavado verde" o *greenwashing*, en el que los proyectos inapropiados reciben financiación después de convencer al público de su buena fe medioambiental. •



ni de lejos, tan bueno como en la década pasada, ello no significa que deban ser eliminados de una cartera.

En las fases turbulentas del mercado, cuando los inversores pasan al modo *risk-off*, la experiencia demuestra que no sólo las cotizaciones bursátiles se resienten, sino que los bonos de riesgo también se mueven a la par que la renta variable. Los que abandonan la deuda pública en favor de opciones de mayor rendimiento pueden estar asumiendo más riesgo del que creen. ●

EL DESAFIANTE ENTORNO OFRECE OPORTUNIDADES

La deuda soberana, en el centro del debate

L

a respuesta al Covid-19 ha hecho que haya aún más emisiones de deuda en un momento en el que los niveles de endeudamiento eran ya elevados. Coincidiendo con esto, la inflación, cuya generación se tambaleó durante años, puede resultar difícil de gestionar en el futuro.

En el pasado, los banqueros centrales reaccionaron rápidamente ante las fuertes presiones de la inflación, pero, la última vez que lo intentaron, la consiguiente subida de tipos de interés resultó difícil de digerir para los mercados mundiales. Esta vez parecen más indulgentes, aunque hay que admitir que el salto en los niveles de deuda y las crecientes interconexiones hacen que su trabajo sea difícil.

Sin embargo, un entorno tan desafiante también puede ofrecer oportunidades. Más aún cuando los mercados de renta fija han ganado en amplitud y profundidad,

Nos encontramos, sin duda, ante un escenario difícil para la deuda soberana, pero que ofrece más oportunidades de lo que aparenta la situación. Es bien probable que no valgan las soluciones del pasado porque se precisa de una gestión más activa y diferenciada.

Por **Kevin Thozet**.*

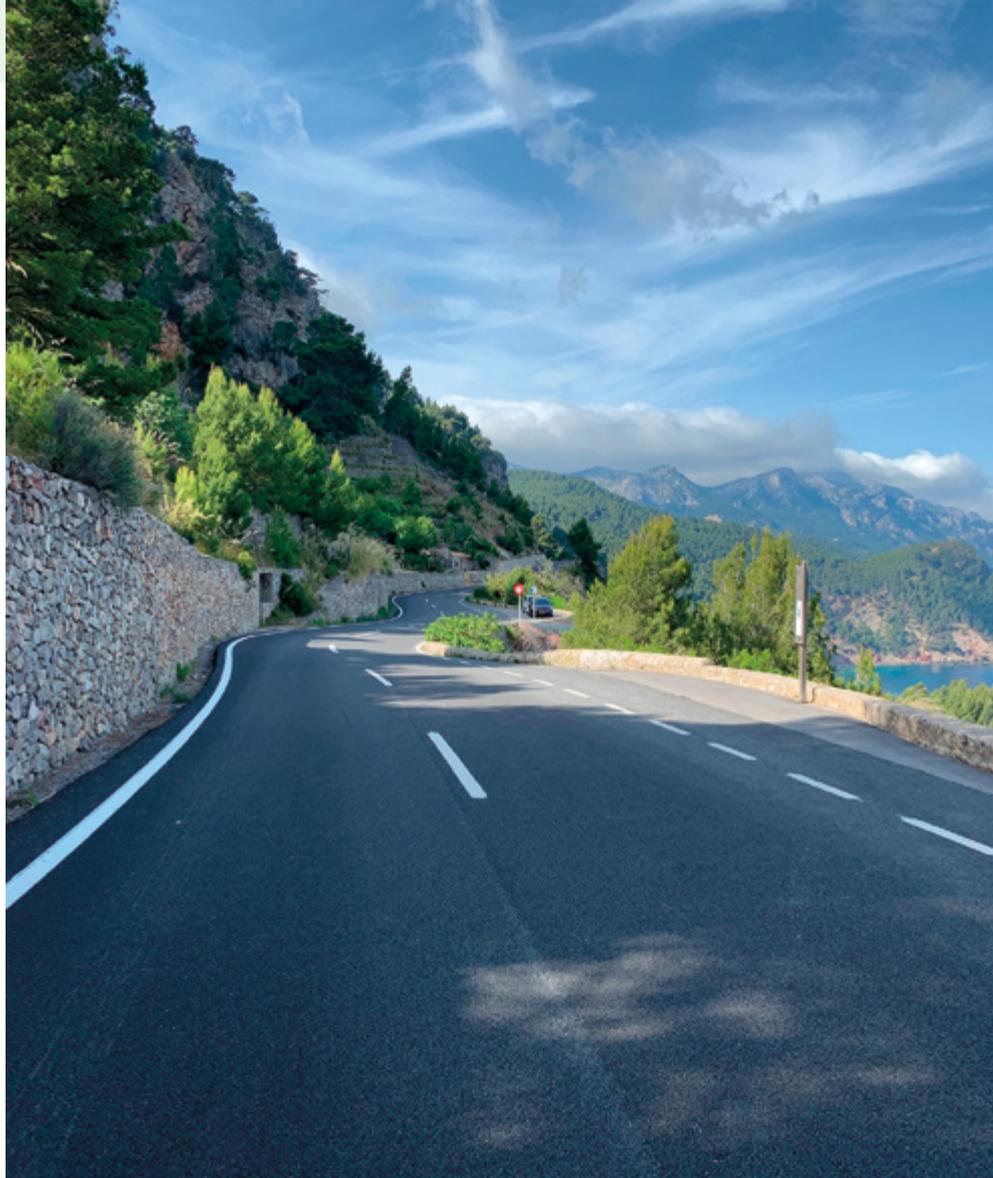
**Member of the Investment Committee sobre la deuda soberana de Carmignac.*

y constituyen hoy en día un terreno fértil. De este modo, se pueden seleccionar instrumentos y segmentos de renta fija complementarios, con una amplia gama de soberanos, pero, también, de crédito y de mercados emergentes. Las carteras de renta fija actuales son mucho más amplias que un bono del Tesoro a 10 años.

Para ilustrar lo anterior, durante el primer trimestre de este año, los bonos del Tesoro de EE.UU. a largo plazo registraron una de sus peores rentabilidades en décadas, aunque los mercados de crédito de alto rendimiento estuvieron en territorio positivo. Y, aunque la preocupación por la probable reactivación de la inflación (no solo vinculada al fuerte crecimiento económico) es legítima y puede parecer un cambio radical respecto a la última década de estancamiento secular, el conjunto de herramientas a disposición de los gestores activos es amplio y diverso. Siempre que uno esté preparado para abordar ese resultado, existen respuestas creíbles a esas preguntas legítimas.

LA DEUDA SOBERANA SE DISPARA

Un aspecto preocupante es ese importante aumento de la deuda pública. En 2020, la nueva deuda pública emitida para la Zona del Euro ascendió a 1.200.000 millones de euros y, expresada como porcentaje del PIB, alcanzó el 100 por ciento desde el



Fotos: Pflajj/Shutterstock.com

85 por ciento anterior a la crisis, lo que refleja tanto una mayor emisión como un empeoramiento del denominador.

En el futuro, parecen razonables las expectativas de que la deuda crezca aún más en un contexto de envejecimiento de la población y de las promesas realizadas, junto con transferencias sociales más amplias y gobiernos que se comprometen a un gasto masivo en infraestructuras. Estas perspectivas hacen que surjan algunas dudas, ya que es probable que en algún momento se planteen preguntas sobre la sostenibilidad de la deuda y

el interminable apoyo de los bancos centrales.

Los medios tradicionales para hacer frente al aumento de la deuda han sido, por lo general, o bien intentar que la economía crezca más rápido que la deuda (es decir, que el denominador supere al numerador), o bien reducir el nivel de deuda mediante la austeridad, o, de forma más dramática, mediante recortes. Pero esta vez, la relación entre la deuda y el PIB parece cosa del pasado y los gobiernos han aprendido la lección sobre los cambios demasiado bruscos en las políticas fiscales. Incluso los países más endeudados parecen haber dejado de

lado la austeridad y apuestan por una solución de "mayor crecimiento". Probablemente, se envalentonan aún más por el bajo coste de financiación de los soberanos etiquetados como de mayor riesgo. En este contexto, la métrica clave que parece prevalecer para evaluar la sostenibilidad de la deuda es su coste. Y, sobre la base de esta relación, EEUU puede seguir registrando déficits muy elevados, ya que los costes de la deuda seguirán siendo muy inferiores a los del ciclo anterior y la condición de divisa de reserva del dólar proporciona al país más espacio fiscal que a otros. Mientras que, en el otro extremo del espectro,

los bancos centrales de los llamados mercados emergentes no suelen tener el mismo nivel de credibilidad y no pueden permitirse ser tan pacientes como la Reserva Federal, debido a los tipos de cambio y a que la inflación muerde con más fuerza.

Estos comportamientos y trayectorias potenciales exigen selectividad. De hecho, ya estamos viendo a algunos bancos centrales en desarrollo subiendo los tipos y, a menudo, son los mismos que se dedicaron a desarrollar una política monetaria no convencional hace un año.

ESTA VEZ PODRÍA SER DIFERENTE

Con los fuertes vientos procedentes de los consumidores, cuyo ahorro ha aumentado, y el gasto público masivo, se espera que el crecimiento económico sea especialmente fuerte. Según Bloomberg, se espera un crecimiento del PIB superior al 6 por ciento en EEUU para este año y del 4 por ciento en la Zona Euro, y se prevé que ambos bloques económicos crezcan un 4 por ciento en 2022. Pero esto significa que las economías crecerán a un ritmo mucho más fuerte que su potencial; es decir, el nivel de producción que puede obtenerse sin crear tensiones sobre los salarios, las materias primas, las importaciones, etc.. Y esta superación de la tendencia de crecimiento podría, por tanto, ir acompañada de preocupaciones sobre *******

*** el riesgo potencial de recalentamiento y de aumento de la inflación. Además, evaluar dónde está la oferta después de que la economía mundial esté parada durante un año o más es una incógnita. Y su crecimiento podría estar regresando más lentamente de lo que se espera, debido a las preocupaciones relacionadas con la salud, los cambios en los patrones de trabajo, o la ola de quiebras, entre otros factores. Aunque la mayoría de los banqueros centrales está, por ahora, reprimiendo esas preocupaciones, considerando que ese fenómeno es transitorio, lo anterior podría apuntar a tensiones más persistentes.

GESTIÓN ACTIVA Y DIFERENCIADA

En cuanto a la política monetaria, el ciclo que estamos viviendo es muy rico. En retrospectiva, los ciclos pasados pueden parecer más sencillos, ya que no solo los tipos de interés estaban muy lejos del límite cero, sino que, a medida que las economías salían de la

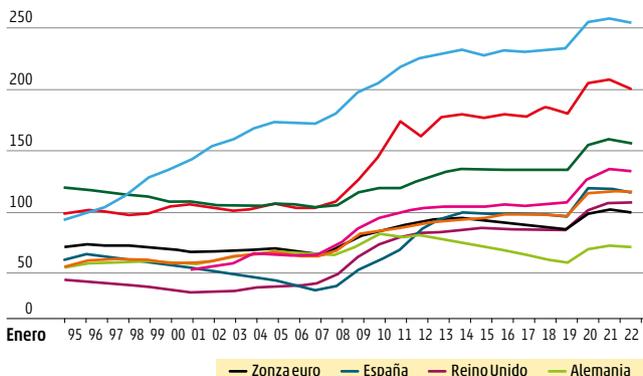
LA DEUDA SOBERANA TIENE UNA GRAN VARIEDAD DE INSTRUMENTOS QUE, A SU VEZ, PERMITE POSICIONARSE DESDE UNA GRAN VARIEDAD DE ESCENARIOS.

recesión, los tipos de interés reales subían. La mayoría de las veces, EEUU era el primero en moverse, seguido de Europa y el Reino Unido. Pero los años de *quantitative easing* han roto esas reglas. Como se manifiesta en las expectativas actuales del mercado, que apuntan a que el BCE volverá a situar los tipos de depósito en el 0 por ciento en 2025, es decir, antes de que la Fed termine su propio ciclo de subidas. El Banco de Inglaterra también ofrece una interesante ilustración del actual enigma, ya que proyecta que la economía volverá a los niveles anteriores a la crisis este mismo año, pero las subidas de los tipos de interés se esperan para dentro de varios años. Y el propio Banco de Inglaterra está discutiendo abiertamente la posibilidad de reducir su balance, mientras que, al mismo tiempo, también debate sobre la posibilidad de aplicar tipos negativos. Este contexto implica que cada país y cada banquero central lleva a cabo políticas muy diferentes y respuestas distintas, por lo que se requiere un enfoque diferenciado a la

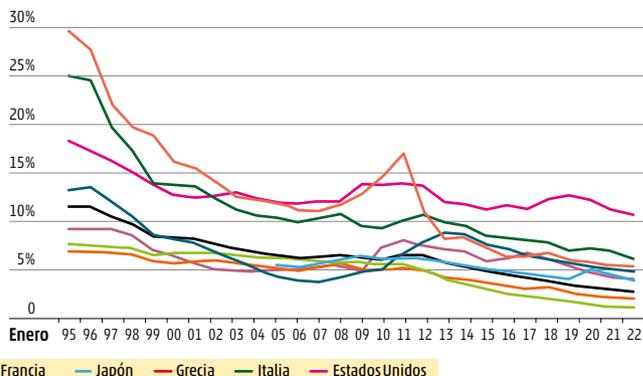
hora de gestionar una cartera de renta fija. A lo largo de las últimas décadas, los banqueros centrales han demostrado ser muy creativos, pero, también, lo han sido las Oficinas de Gestión de la Deuda. El "sospechoso habitual", cuando uno tiene en mente los bonos soberanos, es un instrumento que ofrece una baja rentabilidad nominal, pero la realidad actual de un inversor profesional en renta fija es mucho más amplia. Y hemos visto que la deuda soberana tiene una gran variedad de instrumentos que, a su vez, permite posicionarse desde un amplio abanico de escenarios. Con emisiones a distintos plazos ante la posibilidad de diferentes caídas, bonos vinculados a la inflación para construir posiciones sobre las rentabilidades reales e instrumentos con variada antigüedad o características específicas para colocarse ante diversos resultados (vinculados al PIB, a los ingresos, etc.). Y la amplitud de los instrumentos de derivados relacionados que permiten implementar tanto la posición positiva como la

● Evolución del peso de la deuda / Peso del coste de la deuda

Deuda/PIB, en %



Intereses/Ingresos, en %



Fuente: European Commission (Ameco database)

El gran esquema de las cosas



→ Si tratamos de tomar un poco más de perspectiva, del lado soberano podríamos esperar en el futuro:

→ Mayor aumento de la deuda en los próximos meses/años: con el plan de estímulo masivo anunciado, que solo se financia parcialmente para permitir la transición

energética, el gasto en infraestructuras y cosas por el estilo. Esta dinámica no sería necesariamente negativa, siempre que los niveles de deuda sean sostenibles, es decir, que el crecimiento de la deuda vaya acompañado de un crecimiento, al menos, equivalente de la actividad económica y que el coste de la deuda se mantenga controlado.

→ Es probable que los gobiernos cambien su respaldo del modo

de rescate al modo de inversión y, por lo tanto, mejoren la productividad en lugar de arriesgarse a un empeoramiento de las perspectivas (mayor deuda y menor competitividad). De hecho, el crecimiento es la única vía para salir de forma positiva de esta acumulación de deuda y de la posibilidad de que se produzca una acción adversa sobre los precios.

→ Actualmente, tendemos a olvidar los conceptos de

implicaciones de la deuda creciente y la disciplina fiscal, y a favorecer el potencial de seguridad frente al riesgo de inestabilidad. Pero si lo anterior no se materializa, los bucles de retroalimentación negativa existen, la expansión fiscal que apoyan los bancos centrales es tan duradera como la confianza que contemplan, y los temas como el sobrecalentamiento, el endurecimiento fiscal, la

corresponsabilidad o el traspaso de divisas bien podrían volver a la palestra.

→ Por lo tanto, la consecuencia de lo anterior es que el análisis y la integración de los fundamentales crediticios de los emisores soberanos serán aún más importantes en el futuro. También lo será la evaluación dinámica de los fundamentales y los aspectos técnicos y, por tanto, la necesidad de una gestión activa. •

negativa en lo anterior, entre otros muchos. Además de los crecientes niveles de deuda en circulación, también ha sido sinónimo de un número cada vez mayor de países con otros tantos perfiles crediticios que acuden a los mercados mundiales de renta fija. El ámbito de actuación es muy amplio.

LOS MERCADOS DE CRÉDITO COMO SOLUCIÓN

Los mercados de crédito ofrecen márgenes adicionales en comparación con la deuda soberana a la que están vinculados, lo que suele ser bienvenido en un entorno de bajas rentabilidades. También puede proporcionar un colchón adicional para soportar la volatilidad en tiempos inciertos. Además, algunas empresas pueden beneficiarse de un entorno de aumento de la inflación.

Sin embargo, la combinación de una crisis

intensa y el hecho de que los inversores no tengan prácticamente ninguna alternativa a la inversión, debido a la interminable represión financiera, significa que en el futuro podemos esperar tanto un aumento de las tasas de impago como cantidades ilimitadas de capital. En este entorno, los inversores seguirán invirtiendo a pesar de las expectativas de impago, creando una demanda sostenida de inversiones percibidas como seguras. Muchos otros casos de inversión, especialmente los percibidos como más complejos/expuestos, serán rechazados, reforzando la dinámica de polarización de las rentabilidades que ha prevalecido en el crédito durante años y que se ha visto reforzada por la crisis del Covid-19.

Consideramos que la mayor dispersión es, de hecho, una bendición

para los seleccionadores activos de bonos, ya que ofrece oportunidades sin precedentes tanto en el lado largo como en el corto. De hecho, lo que los mercados/inversores etiquetan como una inversión segura puede sorprender a la baja aún más cuando esos activos tienen un precio perfecto y no dejan espacio para los vientos en contra. Y, a la inversa, la percepción del riesgo puede ser exagerada, especialmente cuando las valoraciones/precios tienen en cuenta un futuro especialmente sombrío.

Este contexto ofrece un terreno fértil para los gestores activos. Por un lado, el *carry*, que se ha vuelto más escaso a medida que el mundo está hambriento de rentabilidad, pero que puede encontrarse, sobre todo, en el crédito o en los mercados emergentes. Estos requieren selectividad, ya que los fundamentales

subyacentes y el sentimiento de los participantes en el mercado pueden estar sujetos a cambios (más) rápidos. Y por otro lado, las rentabilidades y los diferenciales mundiales en niveles especialmente bajos. Sin embargo, se trata de un ciclo inusual en el que los flujos de los inversores han permanecido ampliamente invertidos o en el que las estrategias de *buy the dip* han sido generalmente recompensadas. Por ello, la gestión activa y ágil de los riesgos, en particular de los tipos de interés, es especialmente importante.

Por último, es relevante tener en cuenta que los bonos soberanos emitidos por emisores bien calificados suelen ser valiosas herramientas de construcción de carteras para equilibrar el riesgo soportado por otras inversiones menos garantizadas (en el lado de los diferenciales, por ejemplo). ●



Fotos: Stepan Boromatov/Shutterstock.com

Los bonos corporativos siguen siendo una buena alternativa

La inflación no parece tanto riesgo mientras el empleo no registre un crecimiento que se retrasará en el tiempo. Ello llevará a los bancos centrales a ser muy cautos en la retirada de estímulos. Este escenario ofrece oportunidades para obtener rendimiento y supone un buen punto de entrada para los inversores en crédito. Por **Mondher Bettaieb-Loriot**.*

*Head of Corporate Bonds, **Vontobel**.



Históricamente, el crédito con grado de inversión ha arrojado rendimientos positivos incluso en entornos de ausencia de crecimiento o de leve recesión, ya que el exceso de rentabilidad de este tipo de deuda ha mostrado menos sensibilidad al ciclo económico.

El mercado de bonos corporativos podría ofrecer a los inversores unos rendimientos más elevados que los bonos del Estado de máxima calificación, sin dejar de mantener un sólido *rating* dentro del grado de inversión. Se trata de una atractiva propuesta de generación de ingresos para los inversores en el actual entorno en el que

se esperan tipos más bajos durante más tiempo.

El mercado de crédito también ofrece una amplia gama de oportunidades de inversión entre sectores, estructuras y emisores. Al adoptar un enfoque flexible para identificar y seleccionar sectores y bonos corporativos, en los que la prima de diferencial compensa con creces los riesgos crediticios asumidos, los inversores pueden captar y preservar el valor a lo largo del tiempo.

En sus últimas reuniones, el Comité Federal del Mercado Abierto de la FED (FOMC) ha seguido tranquilizando a los inversores, reafirmando su política de flexibilización a través del FAIT (*Flexible Average Inflation Targeting*), que sugiere un inicio tardío

SIN UN NIVEL DE EMPLEO AMPLIO, PARECE IMPROBABLE QUE LA INFLACIÓN AUMENTE DE FORMA PERSISTENTE. NO SERÁ ANTES DE 2024 CUANDO EL MERCADO LABORAL LLEGUE A UN PUNTO QUE JUSTIFIQUE EL DESPEGUE.

del ciclo de subidas y unos movimientos de tipos muy graduales, una vez que se inicie el proceso para dar a la inflación la oportunidad de crecer hasta el 2% de manera sostenida.

Los mercados parecen haber empezado a darse cuenta de ello, ya que los rendimientos de los bonos del Tesoro volvieron a subir un 1 por ciento de media el pasado mes de abril. Los diferenciales de crédito en el mercado de grado de inversión de la Eurozona también se comportaron bien, reduciéndose entre 5 y 8 puntos básicos de media para las estructuras senior, mientras que los instrumentos subordinados siguieron avanzando, estrechándose entre 10 y 25 puntos básicos. Los instrumentos subordinados mostraron claramente un rendimiento superior a los AT1 (-25 puntos básicos) y, en el caso de las estructuras senior, fueron los sectores sensibles al Covid-19, como el inmobiliario (-13 puntos básicos), el de automóviles (-11 puntos básicos) y el de BBs (-19 puntos básicos) los que mantuvieron esta tendencia. Recientemente, los BTP (Bonos del Tesoro Plurianuales) y los Bonos han mostrado un rendimiento inferior, aunque se trata de un comportamiento transitorio, si se tiene en cuenta que la situación de oferta neta negativa en la Deuda Pública de la Eurozona debería ***

*** continuar durante gran parte del segundo trimestre y del resto del año.

¿PREOCUPADO POR EL TAPERING?

El mensaje del presidente Powell continúa siendo el mismo. El FOMC fijará la política monetaria con el fin de lograr que el aumento del empleo tenga una base amplia y sea inclusivo. Esto es algo que no ha ocurrido todavía, ya que las cifras tradicionales de empleo siguen estando por debajo de la evolución que espera la FED. Si observamos las ganancias de empleo tras la gran crisis financiera de 2008, las brechas para los grupos más desfavorecidos alcanzaron su punto máximo mucho después de que comenzara la recuperación, tal y como estudió la ex presidenta de la Fed, Janet Yellen.

Es probable que esta recuperación siga aquel mismo patrón. En efecto, la situación derivada de

la pandemia ha anulado muchos de los logros que se alcanzaron hacia el final de la última expansión, y recuperar las ganancias podría ser más difícil esta vez, si se compara con lo que ocurrió después de la anterior crisis financiera. Las tecnologías digitales han seguido evolucionando y, con ellas, los cambios estructurales en el comportamiento de los consumidores y sus preferencias por dichas tecnologías digitales (conexión, aplicaciones de compras personales, etc.). Si al igual que ocurrió durante la gran crisis financiera, las variables sólo muestran mejoras más lentas en las condiciones del mercado laboral a nivel general, la Fed será muy paciente en lograr mayores avances retrasando su ciclo de subidas. Creo que no será antes de 2024 el momento en que el mercado laboral llegue a un punto que justifique el despegue.

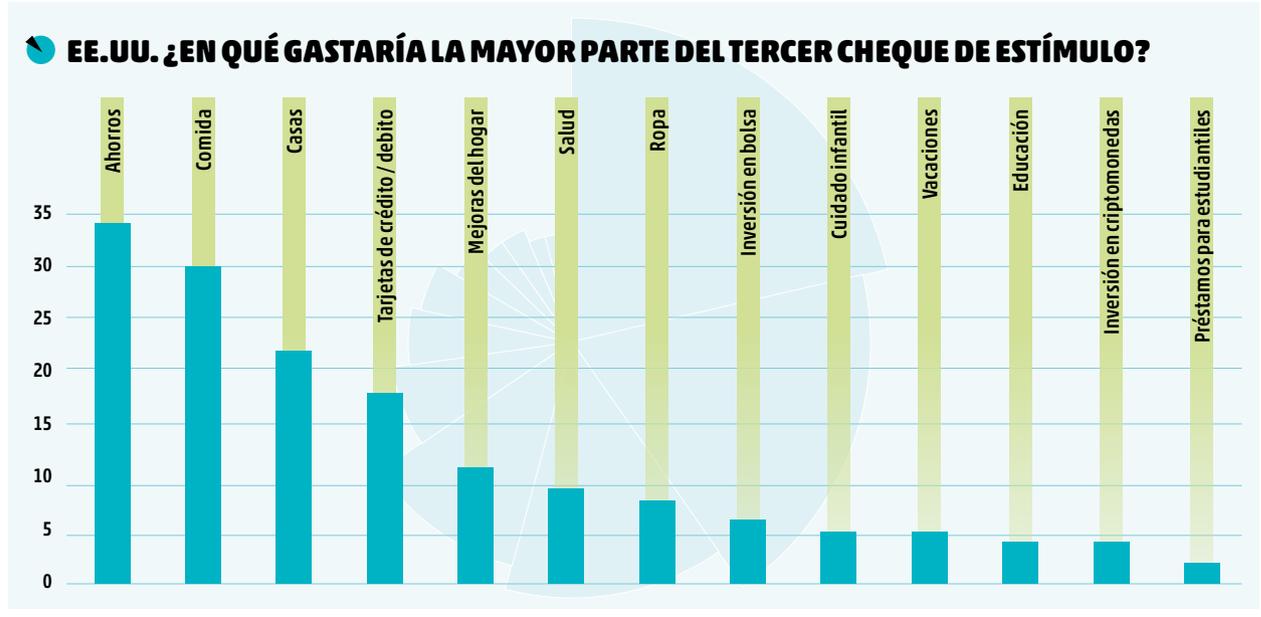
Los avances en materia de empleo en EE.UU. aún no

HAY QUE PRESTAR ATENCIÓN A LOS BBB, A LOS CÍCLICOS, A LOS CAMPEONES NACIONALES DE LA PERIFERIA, A LOS NEGOCIOS SENSIBLES Y AL COVID-19.

son sustanciales ni amplios, y la polarización laboral debería persistir en la era digital. El empleo en Estados Unidos en el sector del ocio y de la hostelería aún no se ha recuperado del todo con respecto a los niveles anteriores a la crisis. Se trata de una tendencia no inflacionaria y la Fed no levantará el vuelo a menos que esto se solucione teniendo en cuenta las nuevas proyecciones económicas del FOMC.

La necesidad de iniciar el *tapering* o, incluso, de debatir sobre ello, sigue sin ser apropiada en este momento, ya que Powell volvió a reiterar sin ambages durante la reunión de abril del FOMC que ahora no es el momento de hablar sobre ese tema. De hecho, señaló que "pasaría algún tiempo hasta que se vislumbren nuevos avances significativos".

En cuanto a la inflación, los miembros de este organismo tampoco parecían preocupados en abril, ya que sin un nivel de empleo amplio, parece



Fuente: HSBC Research.

Telecomunicaciones, bancos, seguros...



→ En Europa, el proceso de vacunación

ha cobrado cierta velocidad y los mercados están viendo datos económicos positivos. El sentimiento de los inversores se ve respaldado por esta recuperación y los principales bancos centrales no tienen prisa por retirar a corto plazo sus paquetes de estímulo monetario.

→ Con la relajación de las restricciones en algunos países, los consumidores se muestran dispuestos a gastar y nuestra expectativa de repunte se mantiene intacta. Incluso los consumidores que aún se encuentran en regiones con restricciones, muestran una confianza bastante elevada para el gasto futuro. En abril, los bonos corporativos con grado de inversión en

euros han registrado rentabilidades totales positivas al nivel del índice y sigo siendo constructivo con respecto al crédito, especialmente con la contención del movimiento de los bonos del estado, como se ha indicado anteriormente.

→ Los bonos corporativos de los mercados desarrollados siguen ofreciendo una alternativa a la deuda soberana y al

efectivo en la cuenta bancaria, y continúan proporcionando un rendimiento positivo y un potencial de ajuste de los diferenciales.

→ Mi hipótesis central es la de una rentabilidad positiva y un exceso de rentabilidad en el mercado corporativo de la zona europea a lo largo del año, por lo que las posiciones de carry están a favor. Creo que 2021 será un buen año de carry y

que la selección de cupones decentes seguirá siendo clave. Los inversores que busquen oportunidades deberían prestar atención a los BBB y BB, a los campeones nacionales de la periferia, a los cíclicos, a los sectores sensibles al Covid-19, a las telecomunicaciones, a la banca y a los seguros, tanto a las estructuras senior como a las subordinadas. •

improbable que la inflación aumente de forma persistente. El FOMC sigue considerando que la mayor inflación que podríamos experimentar en los próximos dos meses es transitoria. Citaron los cuellos de botella relacionados con el proceso de reapertura afirmando: "Un episodio de subida de precios puntual a medida que la economía se reabre no es lo mismo que una inflación real. No es probable que esto conduzca a una inflación interanual persistentemente más alta en el futuro, o a una inflación a niveles coherentes con nuestro objetivo de inflación del 2 por ciento a lo largo del tiempo". Aunque los mercados parecían reacios a entender y aceptar el FAIT durante el primer trimestre, es posible que hayan empezado a darse cuenta de que, para eliminar el carácter cíclico a corto plazo de la inflación, las presiones

sobre los precios se nivelarán durante la segunda parte del año a medida que se despejen los cuellos de botella del transporte y la oferta.

Por otro lado, para abordar las fuerzas desinflacionistas estructurales a más largo plazo, la subida de los tipos será más tardía y mucho más gradual que con las políticas preventivas del pasado. El FAIT parece dar a entender que cuando se reanuden las subidas de tipos podrían ser de sólo dos al año, ya que el mercado sigue valorando el ritmo equivocado en el momento equivocado.

OPORTUNIDADES DE RENDIMIENTO

Si se mantiene la consolidación de los rendimientos, hay muchas posibilidades de que el próximo movimiento a la baja se reinicie de forma gradual cuando se publique la siguiente serie

EL REPUNTE DE LOS RENDIMIENTOS QUE SE HA EXPERIMENTADO OFRECE UN CAMPO DE OPORTUNIDADES PARA COSECHAR BENEFICIOS Y ES UN BUEN PUNTO DE ENTRADA PARA LOS INVERSORES EN CRÉDITO.

de datos económicos sólidos. Esto sería especialmente cierto cuando el impulso del crecimiento se traslade de las manufacturas a los servicios durante la segunda parte del año, a medida que se resuelvan los cuellos de botella derivados del cierre. Este cambio suele desvanecer la naturaleza reflacionaria de la recuperación, por lo que, previsiblemente, la inflación comenzará a moderarse, tal como esperaba el FOMC.

Sigo en el bando de los que apuestan porque esta situación llegará más tarde, será más lenta y en un nivel más bajo. Continúo pensando que el repunte de los rendimientos que se ha experimentado ofrece un campo de oportunidades de rendimiento y un buen punto de entrada para los inversores en crédito a lo largo de 2021. Al final, este año resultará ser un año de carry muy atractivo. ●

OPORTUNIDADES A MEDIO Y LARGO PLAZO

Bonos verdes, la financiación de la transición energética

L

os bonos verdes son cualquier tipo de instrumento de renta fija cuyos ingresos se destinan a la financiación de proyectos verdes elegibles, que se ajustan a los cuatro criterios definidos por los Principios de los Bonos Verdes (GBP, por sus siglas en inglés): la descripción del proyecto y el uso de los ingresos; el proceso de evaluación y selección de los proyectos; la gestión de los ingresos hasta que se utilicen en su totalidad; y la presentación de informes, incluida la lista de proyectos financiados y su impacto previsto. Los bonos verdes y el impacto estimado pueden medirse en función de las emisiones de gases de efecto invernadero evitadas, medidas en toneladas de CO² por cada millón de euros invertido.

La característica principal de los Bonos Verdes es que el riesgo de crédito y el riesgo ESG

Inversión novedosa en los últimos tiempos, la apuesta por los bonos verdes requiere un análisis y unas exigencias de las que, sin duda, dependerá en buena parte el resultado final
Por **Alban de Fay**.*

**Director de Inversión Socialmente Responsable de Renta Fija en Amundi.*

están a nivel del emisor, no a nivel de los ingresos. Por ello, siempre hemos sido firmes defensores de la idea de que los inversores verdes no tienen que hacer concesiones en el rendimiento para financiar el desarrollo del mercado de Bonos Verdes. Así, siempre hemos prestado mucha atención a la temática de la fijación de precios en este tipo de bonos, especialmente, a través del tema *greenium* o prima verde. El año pasado publicamos (en colaboración con nuestro equipo de análisis cuantitativo) un análisis muy contrastado sobre este tema ("Ben Slimane, Da Fonseca y Mahtani, Facts and Fantasies about the Green Bond Premium, Amundi Working Paper, 103.")

Nuestra convicción es que, para el mismo riesgo ESG y crediticio, un bono verde no debería tener un precio muy diferente al de los bonos



Fotos: Dilyana Dimitrova/Shutterstock.com

convencionales. En la práctica, los recientes desequilibrios entre la oferta y la demanda en el mercado de bonos verdes han creado pequeñas diferencias en la fijación de los precios. Hemos identificado en nuestro análisis "Hechos y fantasías sobre la prima de los bonos verdes" que, de media, hay una prima negativa en los Bonos Verdes en comparación con los bonos plain vanilla de entre 0 y 5 puntos básicos según el segmento, la duración y la divisa. Por

PARA EL MISMO RIESGO ESG Y CREDITICIO, UN BONO VERDE NO DEBERÍA TENER UN PRECIO MUY DIFERENTE AL DE LOS BONOS CONVENCIONALES.

ejemplo, en euros, esta prima verde es mayor en los bonos corporativos no financieros. Los bonos verdes han pasado de 300.000 millones de dólares en 2017 a un mercado considerable de 1,05 billones de dólares, alimentado por un mercado primario dinámico (145.000 millones de dólares en nuevas emisiones verdes YTD) y varios tipos de emisores (agencias, instituciones financieras, grandes compañías, autoridades locales, gobiernos, etc.). Estos

proyectos deben generar beneficios medioambientales o climáticos: energías renovables (paneles solares, turbinas eólicas), edificios energéticamente eficientes o transporte limpio (vehículos eléctricos).

OPORTUNIDADES INCIPIENTES PARA LA INVERSIÓN EN ESG

Los Bonos Sociales ofrecen a los inversores la garantía y la transparencia de que los proyectos financiados



*** por los mismos tienen un impacto social positivo. Consideramos que la adopción cada vez más amplia de estos formatos (verdes y sociales), es claramente positiva, ya que permite a los inversores relacionarse con un número cada vez mayor de emisores sobre sus marcos de financiación sostenible y sus estrategias de sostenibilidad. Sin embargo, a medida que el mercado crece, el formato de uso de los ingresos ha revelado algunas limitaciones y, en algunos casos, no era adecuado para su propósito.

Creemos que el formato de bonos vinculados a la sostenibilidad (SLB, por sus siglas en inglés) tiene el potencial de llenar algunas de las lagunas y convertirse en un elemento complementario en la financiación sostenible. Los SLB complementan a los bonos verdes en el uso de los ingresos de tres maneras:

» Un formato más flexible e inclusivo: a pesar de la creciente diversificación sectorial en el segmento de los bonos verdes, las limitaciones en el uso de los ingresos que conlleva el formato significan que aquellos emisores que no pueden legitimar un conjunto de activos verdes elegibles lo suficientemente grande como para emitir un Bono Verde de referencia se quedan fuera, ya sea porque son demasiado pequeños, demasiado incipientes en su camino hacia la sostenibilidad o porque participan en negocios con pocos activos. El mercado ha intentado sortear algunas de estas limitaciones y varias compañías del sector del consumo se han comprometido a destinar los ingresos de



los bonos de sostenibilidad de larga duración a gastos operativos, como los costes de compra. Esto contradice la idea de que el potencial de emisión de Bonos Verdes de un emisor debería crecer junto con sus esfuerzos para aumentar el conjunto de activos elegibles. El estándar de Bonos Verdes de la UE se opone a esta evolución, ya que introducir los gastos de funcionamiento de las compañías en el segmento de los Bonos Verdes debilita esta promesa. La flexibilidad del formato de los SLB (propósito corporativo general, elección en el indicador clave de rendimiento ESG, KPI) abriría una opción de financiación sostenible alternativa y acomodaría mejor a dichos emisores, evitando, al mismo tiempo, debilitar los fundamentos del concepto de Bono Verde.

» Garantía sobre la futura mejora de los resultados ESG del emisor: los Principios de los Bonos Verdes (GBP) animan a los emisores a explicar la articulación entre los proyectos elegibles con sus estrategias de sostenibilidad más amplias.

LOS ANALISTAS ESG DEBEN COMPROBAR SI LOS PROYECTOS FINANCIADOS CONTRIBUIRÁN A LOGRAR OBJETIVOS MEDIOAMBIENTALES MÁS AMPLIOS DEFINIDOS A NIVEL DE GRUPO.

Sin embargo, el compromiso firme se mantiene a nivel de proyecto. Como parte de su proceso de evaluación de la calidad de los Bonos Verdes, es fundamental que los analistas ESG comprueben si los proyectos financiados contribuirán a alcanzar objetivos medioambientales más amplios definidos a nivel de grupo. En muchas ocasiones, faltaban objetivos medioambientales amplios, claros y ambiciosos. Al establecer un compromiso a nivel del emisor, el formato de los Bonos SLB tiene la ventaja de proporcionar la confianza de que no sólo el emisor ha establecido objetivos cuantitativos en materia de ESG, sino que está firmemente comprometido a alcanzarlos.

» Protección contra el incumplimiento verde: esta confianza se ve reforzada por la protección que ofrece a los inversores el incremento del cupón en caso de que el emisor no cumpla su compromiso. En el caso de los Bonos Verdes, los inversores no tienen ninguna protección. El incremento del cupón crea un incentivo

Un periodo propicio para el bono social



→ Con su triple impacto en la educación, los ingresos y la salud, la crisis de la pandemia de Covid-19 ha exacerbado las desigualdades existentes, tanto entre los países como dentro de ellos. En este contexto sin precedentes, los riesgos sociales pueden tener un impacto significativo en el valor de los activos y, por lo tanto, los inversores

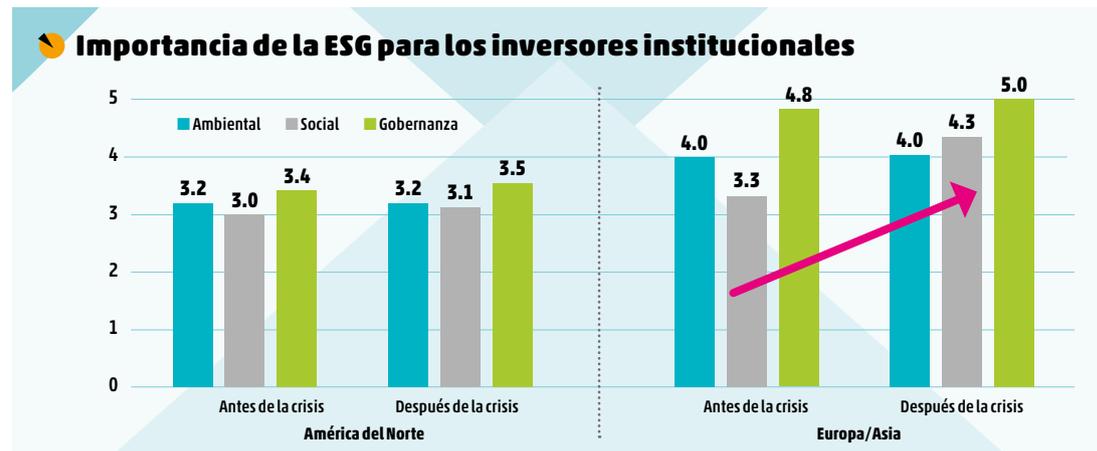
deberían tenerlos cada vez más en cuenta.

→ Una primera estrategia posible para integrar el “pilar” social es invertir en bonos sociales, es decir, en instrumentos de renta fija cuyos fondos están destinados a mitigar un problema social específico o a generar un resultado social positivo. El período actual es especialmente

propicio para esta estrategia, ya que el volumen de nuevos bonos sociales emitidos en 2020 (142.000 millones de dólares) es más de ocho veces superior al de 2019.

→ Los bonos sociales pueden encajar perfectamente en el bloque temático de las carteras de renta fija de los inversores para añadir

diversificación, servir de plataforma sólida para el compromiso con los emisores en temas sociales y como garantía de la presentación de informes de impacto medibles para evitar el *social washing*. Los inversores a largo plazo deberían considerar invertir en este mercado incipiente para apoyar su desarrollo y aprovechar su futura expansión. ●



Fuente: Greenwich Associates Coronavirus Flash Study. La importancia de la ESG está medida en una escala de 1 a 5, con 1 siendo el menos relevante y 5 el más relevante.

para que el equipo directivo cumpla el objetivo ESG y, por tanto, alinea los intereses del equipo directivo de las compañías y de los inversores en la consecución de los objetivos de sostenibilidad. La incorporación de los Bonos Verdes como herramienta de financiación ha sido cuestionada por algunos observadores del mercado. No compartimos este pensamiento, ya que creemos que los Bonos Verdes han abierto una puerta para que los inversores de renta fija

se comprometan con los emisores en sus objetivos de sostenibilidad. No obstante, el formato de los SLB va un paso más allá al crear un incentivo financiero directo consagrado en la estructura del bono.

Creemos que los SLB pueden complementar a los Bonos Verdes en el mercado de los bonos sostenibles, ya que los primeros pueden encajar mejor en una serie de emisores, especialmente, en los sectores corporativos con pocos activos. Por último, es fundamental destacar que los dos formatos

LOS BONOS VINCULADOS A LA SOSTENIBILIDAD (SLB) PUEDEN COMPLEMENTAR A LOS BONOS VERDES PORQUE ENCAJAN MEJOR EN UNA SERIE DE BONOS CORPORATIVOS.

no son mutuamente excluyentes. Los Bonos Verdes vinculados a la sostenibilidad combinarían los puntos fuertes de los dos formatos, permitiendo a los inversores tener al mismo tiempo:

- » Un mayor nivel de confianza respecto a la futura mejora de los resultados de sostenibilidad del emisor.
- » Un fuerte nivel de transparencia de que los ingresos financiarán proyectos que contribuirán directamente a alcanzar el objetivo de sostenibilidad. ●



Qué significa y representa para la financiación de Telefónica sus emisiones de Bonos y Pagarés?

Telefónica es uno de los emisores más frecuentes en el mercado corporativo internacional de bonos y de pagarés. Estos instrumentos (bonos y pagarés) suponen más del 80% de la deuda actual. Es, por lo tanto, una actividad continua y relevante dentro del Grupo Telefónica. La compañía cuenta actualmente con un nivel de deuda neta de algo más de 35.000 millones de euros, y está previsto que, en los próximos meses, se reduzca en cerca de 9.000 millones de euros de euros adicionales, como consecuencia de operaciones recientes pendientes de cierre, de tal forma que la deuda se habrá reducido a la mitad en cinco años.

¿Cuál es la política de la compañía en estos momentos sobre la emisión de activos de renta fija?

La política de emisión de activos se basa en el mantenimiento de una vida media de la deuda elevada (a diciembre de 2020 era de 10,8 años). Así como de unos niveles de liquidez adecuados para hacer frente a las obligaciones más inmediatas de repago de deuda, cubriendo entre 1 y 2 años.

Telefónica ha sido, además, pionera en la financiación sostenible dentro del sector de las telecomunicaciones, habiendo sido el primer emisor de un Bono Verde de una empresa de Telecomunicaciones a nivel mundial (enero de 2019). Y, posteriormente, también, el primer emisor de instrumentos híbridos verdes (2020)



DAVID MAROTO

[DIRECTOR DE FINANCIACIÓN DE TELEFÓNICA SA]

“El 80% de la deuda de Telefónica son bonos y pagarés. Esa deuda tiene una calificación de “grado de inversión”

y sostenibles (2021) en el sector.

¿Cómo convencería a un asesor financiero para que aconsejara a sus clientes a invertir en bonos/pagarés o en fondos que incluyeran estos instrumentos financieros de Telefónica?

Telefónica cuenta con unos fundamentos sólidos y un plan de acción, presentado en 2019, sobre el que pivota la estrategia y gestión de la compañía, respaldada, además, por una generación de caja importante. Por otra parte, y pesar de que los resultados se han visto impactados por el Covid -como ha sido el caso de la mayoría de empresas y sectores- Telefónica ha demostrado capacidad de reacción, gestionando de forma activa recursos, gastos e inversiones, y priorizando proyectos con el foco puesto en su rentabilidad y crecimiento.

Lo cierto es que Telefónica pertenece a un sector, el de las telecomunicaciones, que ha demostrado ser esencial,

tanto a nivel económico como social y educativo. La compañía cuenta con unas redes sólidas que han soportado con enorme fiabilidad grandes picos de demanda durante la pandemia. Nuestro sector es, en definitiva, clave para el presente y el futuro de las economías y de la propia sociedad. Por otra parte, es importante destacar que la deuda de Telefónica tiene una calificación de “grado de inversión” por parte de las principales agencias de rating, en línea con las principales compañías europeas del sector de las telecomunicaciones, con un compromiso firme por parte del Grupo en este sentido. ●



La volatilidad no es imbatible si hay una **estrategia** segura y controlada

Las altas **fluctuaciones** que se producen en los mercados generan preocupación para los inversores en muchas ocasiones. Especialmente, porque pueden ocasionar pérdidas en las carteras. Sin embargo, la

comunidad de usuarios de **eToro** ofrece tres recomendaciones que son clave para los inversores sobre cómo se debe operar de una manera **segura** durante esos periodos en los que se produce un repunte de la **volatilidad**.



En primer lugar, es altamente aconsejable **supervisar** la evolución de las posiciones de la cartera con frecuencia.



Después, cuando se han creado unos **gaps** de cierta entidad, revisar los stop loss y take profit en las posiciones que se tengan abiertas.



Antes de decidir invertir con **apalancamiento**, evaluar el nivel de riesgo que podemos asumir.



Teniendo en cuenta la volatilidad en los mercados como consecuencia de los coletazos de la pandemia del coronavirus, se ha de tranquilizar a los inversores. Es el momento de supervisar atentamente la situación y adoptar las precauciones necesarias para garantizar una estabilidad en la inversión a largo plazo. Por eso, debemos estar

preparados para actuar ante un clima más volátil. Lo aconsejable en este punto es supervisar las posiciones frecuentemente, revisar los niveles de stop loss y take profit, ya que podrían producirse brechas de mercado, además de estar al tanto de posibles fluctuaciones de precio en la operativa bursátil.

Los CFDs son instrumentos complejos y tienen un alto riesgo de perder dinero rápidamente debido al apalancamiento. El 67% de las cuentas de inversores minoristas pierden dinero al operar CFDs con este proveedor. Usted debe considerar si entiende cómo funcionan los CFDs y si puede permitirse asumir el alto riesgo de perder su dinero.

Estas son recomendaciones para reducir y proteger la inversión ante el riesgo de mercado y llevar unas buenas prácticas a la hora de invertir. En eToro el inversor tiene la capacidad de hacer cualquier tipo de pregunta y comparar estrategias de más de 20 millones de usuarios en todo el mundo.

Tali SALOMON
directora general de eToro para Iberia y Latam

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

Allianz Strategic Bond (2019)

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. Allianz Strategic Bond es un fondo de inversión flexible, global y sin restricciones, que busca explotar las mejores oportunidades de renta fija en cuatro áreas clave: duración/curva, crédito, inflación y divisas.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. Su objetivo es proporcionar una rentabilidad atractiva y ofrecer una baja correlación con la renta variable.

EVOLUCIÓN DEL FONDO.

El fondo [clase AT (H2-EUR) - LU2066004206] obtuvo una rentabilidad neta en 2020 del 28,51% frente al 4,24% del índice de referencia.

La volatilidad a 1 año fue del 5,49% (a fecha 30/04/2021).

CONTACTO.

María Castellanos - Serrano nº49 - Madrid
Tfno. +34 910 477 400.

CAPITAL GROUP GLOBAL

High-Income Opportunities (LUX) (May 1999)

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO.

El fondo trata de proporcionar un alto nivel de rentabilidad total a largo plazo, buena parte de la cual es en forma de rentas, invirtiendo en bonos del Estado de mercados emergentes y bonos de alta rentabilidad (*high yield*) de todo el mundo.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS.

Las rentas se generan analizando cada bono a nivel individual, buscando ofrecer un rendimiento atractivo sin asumir un riesgo crediticio excesivo.

EVOLUCIÓN DEL FONDO.

Como prueba de su consistencia, a 31 Marzo de 2021, el fondo se sitúa en el primer cuartil a 1, 3, 5 y 10 años de su categoría en Morningstar; Renta Fija Flexible Global (clase Z en USD). Aproximadamente, un tercio de la cartera es *Investment Grade*.

CONTACTO.

Capital Group en España. Telf: +34 91 788 8040
Email: CapitalgroupSpain@capgroup.com

VONTOBEL ASSET MANAGEMENT

VF- EUR Corporate Bond Mid Yield I EUR (2007)

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. Gestionado por Mondher Bettaieb, invierte principalmente en mercados desarrollados y en bonos corporativos de emisores de calidad (*investment grade*), denominados en euros. Dichos bonos tienen diferentes vencimientos y prioridades en la prelación de pago. Sus emisores abarcan varias industrias y calificaciones crediticias. Se centra en el segmento de calificación en el que los diferenciales de crédito compensan adecuadamente los riesgos.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. Las decisiones de inversión están basadas en los análisis fundamental y técnico, combinados con un riguroso proceso de investigación de la economía y la industria, enfocados principalmente a valor relativo, emisiones fundamentales y liquidez de mercado.

EVOLUCIÓN DEL FONDO.

- Rentabilidad 2019: 8,8%.
- Rentabilidad 2020: 3,9%.
- Volatilidad anualizada a 3 años: 7,09%

CONTACTO.

GSiberia@vontobel.com - Paseo de la Castellana 91, planta 5, 28046 Madrid - Tfno. 91 520 95 95.

EDMOND DE ROTSHCHILD ASSET MAN.

E. de R. Fund Bond Allocation

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. Al invertir activamente en los mercados globales de bonos, Edmond de Rothschild Fund Bond Allocation busca superar un índice compuesto de bonos gubernamentales y corporativos europeos.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. Asignación activa y flexible en todos los segmentos del mercado de bonos con más de 2,5 Bn € en activos bajo gestión.

EVOLUCIÓN DEL FONDO.

- Rendimiento acumulado durante 5 años (a 14/05/2021): +12,92%.
- Rendimiento acumulado durante 2 años (a 14/05/2021): +6,49%.
- 2019: + 2,61% (part A€).
- 2020: + 5,7% (part A€).

El subfondo se clasifica en la categoría 3 (acciones A, B y I) en consonancia con la naturaleza de los valores y las zonas geográficas en la sección "objetivos y política de inversión" del documento clave de información al inversor (KIID).

CONTACTO. Fernando Fernández-Bravo, Edmond de Rothschild Asset Management (Francia) sucursal en España.
Contact-am-es@lcr.fr / Tfno. 917893220.

FIDELITY INTERNATIONAL

Fidelity Funds European Short Term Bond Fund (2008)

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. Invierte en bonos corporativos con grado de inversión y deuda pública a corto plazo, en euros. La rentabilidad viene de las posiciones en la curva de tipos y la selección de valores tras su análisis fundamental.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. Dependerá del análisis de crédito fundamental, modelado cuantitativo y recomendaciones de los operadores especializados.

EVOLUCIÓN DEL FONDO.

- 2020: 1,8% (0,2% el índice)
- 2019: 2,5% (0,5% el índice)
- Riesgo: Volatilidad anualizada a 3 años del 1,97% (a 31/03/21).

CONTACTO.

Marcos Arteaga - Director de Marketing y Comunicación.
c/ Anabel Segura 16, Alcobendas.
Tfno: 91 788 4141.

NORDEA ASSET MANAGEMENT

Low Duration European Covered Bond Fund (2017)

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. La filosofía de inversión del fondo se basa en un enfoque cuantitativo y basado en el riesgo. La duración modificada del fondo deberá estar en todo momento entre 0 y 2.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. El fondo invierte un mínimo de dos tercios de su patrimonio total (tras deducirse el efectivo) en bonos cubiertos de alta calidad crediticia, que son admitidos a cotización oficial en Bolsa o negociados en otro mercado regulado dentro de la OCDE y emitidos por instituciones financieras domiciliadas en Europa.

EVOLUCIÓN DEL FONDO.

- Rendimiento acumulado en un año (a finales de marzo de 2021), 1,57%.
- Rendimiento acumulado 3 años: 2,62%.
- Rendimiento acumulado desde el lanzamiento (10/2017): 2,17%.

CONTACTO.

Laura Donzella - Head of Sales Portugal, Spain, Latin America and Asia.
laura.donzella@nordea.com
Tel: +34 910 616 679 Madrid. www.dws.es

**CARMIGNAC****Carmignac Portfolio Flexible Bond (2007)**

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. Es un fondo UCIT de gestión activa en renta fija global que aplica estrategias de tipos de interés y de crédito en todo el mundo, cubriendo sistemáticamente el riesgo de divisa.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. El fondo puede invertir en todos los activos de renta fija (bonos soberanos y corporativos, en mercados desarrollados y emergentes, etc.) de manera flexible.

EVOLUCIÓN DEL FONDO. Desde la llegada de los gestores (Guillaume Rigeade y Eliezer BEN Zimra) a Carmignac en julio de 2019, el Fondo ha registrado una rentabilidad del +10,81%, mientras que su indicador de referencia ha bajado un -1,05% en el mismo periodo. En términos de riesgo, el Fondo tiene un perfil de 3, lo que supone una volatilidad de entre el 3% y el 5% en su horizonte de inversión de 3 años.

CONTACTO. Nicolás Llinás, Business Development Director en Carmignac
P: +34 914362595 – M: +34 606687025.
nicolas.llinas@carmignac.com

DWS GROUP**DWS Invest Euro High Yield Corporates (2012)**

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. Es un fondo de renta fija que invierte en bonos de alta rentabilidad europeos en *hard currency*, con un mínimo de un 95% de exposición al euro y con cobertura de divisa. La filosofía de inversión del fondo se basa en el análisis fundamental del crédito, cuentan con un proceso *bottom-up* con un enfoque en títulos de valor y una gestión integral del riesgo. El fondo cuenta con 5 estrellas y rating "Bronze" de Morningstar.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. El mercado de *high yield* continúa siendo atractivo en relativo al resto de mercados de renta fija. Especialmente, los diferenciales de crédito son más atractivos en HY europeo vs IG. Los bonos corporativos *high yield* han sido históricamente un buen activo diversificador. Puede convertirse en un aliado en épocas de volatilidad pudiendo ofrecer oportunidades de inversión interesantes.

EVOLUCIÓN DEL FONDO. Rentabilidad a 1 año (30/05/2021): 12,58%.

CONTACTO. Paseo de la Castellana 18, 4ª planta. 28046, Madrid. Tfno.+34913355211.
Dws.iberia@dws.com www.dws.es

INVESCO**Invesco Belt and Road Debt Fund (2018)**

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. Se trata de un fondo temático de renta fija que invierte en títulos de deuda gubernamental en dólares o deuda corporativa de grado de inversión y *high yield* de Asia, África, Oriente Medio y Europa.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. Invierte en títulos de deuda emitidos para financiar proyectos relacionados con la Nueva Ruta de la Seda impulsada por China.

EVOLUCIÓN DEL FONDO. Desde su lanzamiento en 2018, el fondo se anota una rentabilidad anualizada del 7.5%, situándose en el cuartil 1 de su grupo de comparables en todos los plazos temporales.

CONTACTO. Fernando Fernández - Bravo (Fernando.fernandez@invesco.com)
Tfno. 91-7813020.

JPMORGAN FUNDS**JPM Global Bond Opportunities Sustainable (2019)**

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. Sigue una estrategia de renta fija global no sujeta a limitaciones que invierte únicamente en las «mejores ideas» de máxima convicción del equipo GFICC, sin tener en cuenta las asignaciones del índice de referencia. Con un objetivo de rentabilidad total, la estrategia trata de generar la máxima rentabilidad ajustada por riesgo posible en los mercados de renta fija global.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. El fondo invierte de forma activa en todo el universo de renta fija global: desde bonos de deuda pública hasta crédito corporativo *investment grade* y *high yield*, deuda de mercados emergentes y productos titulizados. Su naturaleza dinámica y flexible permite a la estrategia modificar sus asignaciones sectoriales y a duración en respuesta a la evolución de las condiciones del mercado.

EVOLUCIÓN DEL FONDO. Un año (A 30/04/21): 9,17%. Volatilidad: 3,43.
Desde su inicio: 6,58. Volatilidad: 4,23.

CONTACTO. Jpmorgan.assetmanagement@jpmorgan.com - Tfno: 91 516 12 00.

SCHRODERS INVESTMENT MANAGEMENT**Schroders ISF Strategic Credit (2014)**

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. Busca proporcionar un crecimiento del capital y unos ingresos superiores a los de GBP 3 Month LIBOR en un periodo de tres a cinco años, mediante la inversión en todo el espectro de bonos emitidos por empresas de Europa.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. Se centra en los bonos "crossover", que se sitúan a medio camino entre el grado de inversión (BBB) y el alto rendimiento (BB).

EVOLUCIÓN DEL FONDO. El fondo acumula un 2.1% en lo que va año. En 2020 creció un 3.4% y en 2019 un 7.3%. Datos a 31 de mayo 2021 para la clase C cubierta a EUR, que no tendría riesgo divisa. Según el KIID, tendría un perfil de riesgo 3.

CONTACTO. CONTACTO. Inés del Molino, Ines.delmolino@schroders.com
Tfno.+34 915909542.

UBP GESTION INSTITUCIONAL S.A.U.**U-Absolute Return Low Vol FI (2013)**

ESTRATEGIA GLOBAL DEL FONDO. Este fondo tiene la capacidad de ir a duraciones cortas y es muy adecuado para ofrecer rentabilidad por encima del *cash* con baja volatilidad. La exposición a los tipos de interés se gestiona de forma activa y se deriva del proceso de inversión macroeconómico *top-down* del equipo de Renta Fija Global y de Retorno Absoluto. Las posiciones de tipos cortas o las posiciones con pendiente se pueden implementar con el fin de navegar por el movimiento actual con tipos más altos. Es un fondo flexible global de baja volatilidad.

TEMÁTICA DE LOS ACTIVOS. Renta fija flexible global como alternativa a *cash*. Fondo con muy poca volatilidad.

EVOLUCIÓN DEL FONDO. Desde su creación, el fondo muestra una de las mejores rentabilidades ajustadas al riesgo, definida como la rentabilidad neta ajustada a la volatilidad, y es uno de los fondos más rentables de su categoría.

- 2020: 0.81%. Vol: 0.89%.
- 2019: 1.14%. Vol: 0.41%.

CONTACTO. Cristina García de Sola, C/Ortega y Gasset 22-24. Tfno.91 0472011.

Dichas y desdichas de la renta fija

PABLO LARRAGA *



La historia de los últimos 35 años me lleva a recordar que en cada crisis de renta fija suele haber una nueva generación profesional o de clientes que descubre que la "renta fija no es fija". Sin ser exhaustivo, en 1987 Solchaga llevó los tipos de interés al 25%, la invasión de Irak en Kuwait de 1990, los referéndums sobre Maastricht en 1992 o la crisis financiera iniciada en 2007... En todas esas crisis, se produjo un repunte intenso de los tipos que perjudicó a la renta fija. En oposición, también hemos vivido épocas de bajadas intensas y prolongadas de los tipos de interés, como el proceso de convergencia hacia la UME entre 1992 y 1998 o el período 2012-2020 con las intervenciones expansivas del BCE.

A finales de 2011, se subastaron Obligaciones del Estado a 10 años a un tipo marginal del 7,10 % y los STRIPS a 10 años cotizaban cercanos al 7,5%. Costes de financiación muy elevados y muy preocupantes para el Tesoro Público, pero una maravilla para el inversor.

Para reducir las preocupantes primas de riesgo de España e Italia fue necesaria la determinación de Draghi y sus intervenciones para la compra de Deuda Pública a través de LTRO y TLTRO, así como la tardía Expansión Cuantitativa, que ha llevado al BCE a ser propietario de cerca del 30% de la Deuda Pública de la Unión Europea, en un proceso de dopaje financiero de consecuencias todavía desconocidas.

No se puede hablar de renta fija de forma unificada. Al igual que en renta variable, también en renta fija existen procesos de toma de decisiones de *asset allocation* –asignación de activos– y de *security selection* –selección de los valores concretos–, así como de *market timing*, y, en función de ello, los resultados pueden ser muy dispares. Es muy diferente haber elegido activos monetarios o deuda a medio y largo plazo pública

o privada, moneda doméstica o multidivisa, *high investment grade* o *high yield*, deuda senior o deuda subordinada, participaciones preferentes o convertibles contingentes.

En general, al analizar rentabilidades agregadas a través de diferentes selectores o evaluadores de rentabilidades de fondos, o si directamente utilizamos el criterio sencillo, y no impreciso, de buscar en INVERCO, vemos que la historia de los fondos de renta fija en agregado suele ser que cada cinco años se da "un año bueno, tres regulares y uno malo". Y ese agregado de rentabilidades anuales suele quedarse por debajo de la inflación en términos de rentabilidad neta, una vez deducido el efecto de la fiscalidad.

Mi conclusión es que la historia indica que, de forma generalizada, con activos monetarios y con renta fija no se consigue batir la inflación (no confundir inflación con IPC oficial) y que, en cualquier cartera, se debe incorporar en mayor o menor medida renta variable.

Cuando alguien me dice que le da miedo la Bolsa y que se considera un inversor conservador o muy conversador, y me indica que prefiere la seguridad de la renta fija frente a la renta variable, yo siempre le digo que ser conservador no es necesariamente malo ni criticable, pero ser inteligente es mucho mejor. ●

(*) DIRECTOR DEL MÁSTER EN FINANZAS Y DEL PROGRAMA DE PLANIFICACIÓN FINANCIERA DEL IEF.



Las acciones
valen más que
las palabras.



**CAPITAL
GROUP™**

Por qué nuestro enfoque nos ha ayudado a convertirnos en una gestora de renta fija líder en el mundo.

Con más de 45 años de experiencia de inversión en renta fija y un volumen superior a 442.000 millones de dólares en activos gestionados, Capital Group es la quinta gestora activa de fondos de renta fija más grande del mundo.¹

Aunque el resto de gestoras de activos también hablan de la importancia del análisis, nosotros aplicamos un enfoque verdaderamente único, ya que basamos todas nuestras decisiones de inversión en el análisis fundamental y permitimos que nuestros analistas puedan invertir basándose en sus propias convicciones. ¿Por qué? Bueno, los resultados hablan por sí solos.

Para más información sobre renta fija en Capital Group, visite nuestra web: [capitalgroup.com](https://www.capitalgroup.com)

PARA USO EXCLUSIVO DE INVERSORES PROFESIONALES / CUALIFICADOS

Material de marketing

Las rentabilidades obtenidas en el pasado no garantizan rentabilidades futuras. El valor de las inversiones y las rentas generadas por las mismas pueden subir o bajar y es posible que las inversiones no recuperen los importes invertidos inicialmente.

¹Información a 31 diciembre 2020. Fuentes: Capital Group, Morningstar. Activos de renta fija gestionados por los gestores de renta fija de Capital Group. Todos los valores en USD. El Informe de Morningstar evalúa los fondos de renta fija no definidos por un índice a escala mundial. Se excluyen los fondos de fondos y los fondos subalternos.

El presente material ha sido emitido por Capital International Management Company S&L. Es de carácter general, no pretende ofrecer ningún tipo de asesoramiento de inversión, fiscal o de cualquier otra naturaleza.

© 2021 Capital Group. Todos los derechos reservados.

BME

El operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros

Aquella Bolsa de Madrid, que inaugurara Fernando VII en 1831 y tuviera su continuidad con la creación de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, remite hoy a una sociedad que forma parte de un potente grupo financiero europeo. Bolsas y Mercados Españoles es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros de España. Por **RAFAEL RUBIO**.



os cambios en el mundo del mercado bursátil han sido tan profundos en las últimas cuatro décadas que es difícil situar y poner rostros a las principales empresas operadoras y a sus responsables. Bolsas y Mercados Españoles (BME), el operador de las Bolsas de valores españolas, se ha visto envuelto también en estos vertiginosos cambios. Hace apenas un año vivió el más reciente acontecimiento al ser adquirida por Grupo SIX.

SIX es un grupo empresarial con sede en Zúrich (Suiza), creado en 2008 y propiedad de 120 entidades financieras. Su área de negocios es la gestión de mercados financieros, el suministro de información financiera y los servicios bancarios. Es, además, el operador de la Bolsa de valores de Suiza, el tercer operador de infraestructuras de mercados financieros por ingresos de Europa y el décimo a nivel mundial.

BME, por su parte, es el resultado de la integración de las antiguas Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia más la Sociedad de Bolsas que todas



De izquierda a derecha y de arriba a abajo: Beatriz Alonso, Javier Hernani, Berta Ares, Jesús Benito y José Manuel Ortiz.

ellas habían constituido, y otra docena de sociedades, entre las que se encuentran MEFF, Latibex e Iberclear.

Está organizada en torno a siete áreas de negocio que ofrecen gran variedad de servicios al más alto nivel. Las áreas son: Renta Variable, Renta Fija, Derivados, Clearing, Liquidación, Difusión de Información, Consultoría y Servicios de Valor Añadido. A partir de ellas, comercializa una gran variedad de productos y servicios: desde la contratación de acciones de empresas españolas, europeas y latinoamericanas a participaciones de SICAVs, ETFs, warrant, servicio de flujos de datos, licencia de uso de índices, asesoramiento tecnológico, pasando por registros contables de derechos de emisión de CO2, registros de derivados de electricidad... Para todo ello, cuenta con una plantilla de algo más de 800 profesionales, la mayor parte ubicada en Madrid (650), pero, también, con presencia en Barcelona, Valencia, Bilbao, Colombia e, incluso, un representante en Miami.

En coherencia con la creciente sensibilidad del mercado, BME es una compañía comprometida con los criterios sociales, medio ambientales y de buen gobierno. Desde 2007, elabora un amplio y detallado Informe Anual de Responsabilidad Social Corporativa. ●

Un verdadero equipo de negocio

● **EL EQUIPO DE NEGOCIO** de BME se organiza en torno a las principales áreas de la compañía. Asume y desarrolla las responsabilidades de la actividad de la sociedad, resumidas en una amplia oferta de productos y servicios que supera la treintena.

● **CAPITANEADOS** por su consejero delegado, Javier Hernani, las siete áreas de negocio a las que se dedica la compañía son asumidas por cuatro responsables que se encargan de Mercados, Clearing, Liquidación y de los servicios de Tecnología y Valor Añadido... El pasado año, el 40 por ciento de la facturación de BME correspondió al negocio de Mercados, mientras que el 24 por ciento lo aportó el área de market data y servicios de valor añadido; el 21 por ciento tuvo su origen en la actividad de liquidación y registro. El pasado año y pese a los problemas de la pandemia, el número de transacciones bursátiles interanual en el parqué español creció un 50 por ciento. ✱

¿Qué le está aportando a BME su integración dentro del Grupo SIX?

Con nuestra integración en SIX formamos parte del tercer mayor operador de infraestructuras de mercados financieros de Europa. La integración con SIX se está realizando de forma exitosa y satisfactoria para todos y pensamos que reforzará al mercado financiero español, al igual que al suizo. Juntos somos más fuertes y tenemos más herramientas para llevar a cabo nuestros objetivos: ser el proveedor de referencia de productos y servicios para el sector financiero, liderar la transformación tecnológica de los mercados y fomentar la financiación empresarial. Todo ello, garantizando siempre una operativa transparente, segura y con profundidad de mercado.

¿Cree que llegará a ver en algún momento un solo operador de infraestructuras de mercados financieros a nivel europeo? ¿Sería conveniente o no es necesario?

Vivimos un momento de consolidación en el sector, como demuestra nuestra propia integración en el Grupo SIX. Es una tendencia que continuará, tanto en la unión entre grupos como en la integración vertical. Somos un operador completo que ofrece servicios de admisión a Bolsa, contratación, post-contratación, información financiera y servicios bancarios. Pero no creo que sea positivo que haya un solo operador de mercados en Europa. Como en todos los sectores, la competencia es positiva. No debemos ir hacia modelos monopolísticos.

¿El acuerdo con SIX impide la colaboración con otras Bolsas?

En absoluto. Actualmente, mantenemos la colaboración



Javier Hernani

CONSEJERO DELEGADO BME

“
No creo que sea positivo que haya un solo operador de mercados financieros a nivel europeo.
”

con la Bolsa alemana en el registro de operaciones con derivados (trade repository) Regis-TR, que el año pasado cumplió su décimo aniversario. También en Latinoamérica tenemos proyectos con la Bolsa mexicana y la de Colombia, por mencionar sólo unos ejemplos. Es compatible.

El catálogo de productos y servicios de BME es muy amplio. ¿Cuál será la tendencia en el futuro: a ampliar o a especializarse y reducir esos productos y servicios?

Nuestra obsesión es escuchar permanente a nuestros clientes y ofrecer nuevos productos y servicios que atiendan a sus necesidades. En el contexto actual, en el que la tecnología tiene un enorme poder transformador, es clave anticiparse a las necesidades del mercado. Cada nuevo servicio o producto que lanzamos responde a este propósito. En BME, además, contamos con un laboratorio de innovación que explora las oportunidades que ofrece, por ejemplo, la inteligencia

artificial, un área en la que hemos anunciado ya novedades como el lanzamiento de un roboadvisor, y en la que seguimos trabajando.

¿Hasta qué punto es importante en el negocio el mercado latinoamericano en la labor de asesoramiento y apoyo?

Por razones históricas y por las estrechas relaciones comerciales que mantiene España con América Latina, este mercado es esencial para BME. Participamos como asesores y proveedores de infraestructuras de mercado en muchos proyectos en esa parte del mundo.

Mencionaré dos de los muchos proyectos que tenemos en aquella región. Recientemente, por ejemplo,

anunciamos el lanzamiento de la plataforma de negociación Master Trade junto a la Bolsa de Valores de Colombia, que integra todos los activos en una única plataforma.

Otro proyecto interesante es el de Latam Exchanges Data (LED), una iniciativa conjunta de BME con la Bolsa Mexicana de Valores para promover la generación, distribución y venta de información de referencia para los mercados financieros latinoamericanos.

¿Cómo ha afectado la pandemia a la compañía? ¿Cómo le va a afectar en el futuro en los hábitos de trabajo?

Nuestra prioridad ha sido, en todo momento, mantener el normal funcionamiento de las infraestructuras de mercado y proteger la salud de nuestros profesionales. Así seguirá siendo en el futuro. Hasta el 97% de la plantilla de BME ha teletrabajado durante los peores momentos de la pandemia y la inmensa mayoría sigue así actualmente. Sólo continuaron acudiendo de forma presencial a su puesto los empleados de actividades críticas con todas las medidas de protección y seguridad. Confiamos en que el mayor ritmo de la vacunación permita superar esta crisis sanitaria e ir retornando progresivamente a la oficina, aunque, también, mantendremos la opción del teletrabajo. Creo que el trabajo en remoto ha venido para quedarse y en el futuro los empleados tendrán más opciones para elegir desde donde quieren trabajar. Además, para las empresas supondrá un ahorro de costes en inmobiliario y en otros gastos asociados a las oficinas.

¿Espera que con la lenta superación de la pandemia y el aumento de la vacunación se incrementen las salidas a Bolsa?

Sin duda, la mejor política económica ahora mismo es la de la vacunación. Sólo si superamos esta crisis sanitaria podrá regresar con fuerza la actividad económica. Esa recuperación ayudará a las salidas a Bolsa, porque las empresas que piensan en incorporarse al mercado necesitan un contexto de certidumbre. En todo caso, este año ya hemos tenido varias incorporaciones al mercado, lo cual es una buena noticia, señal de esa necesaria reactivación. Además, hay bastantes empresas que han anunciado su interés en saltar al parque.

BME es una compañía preocupada con la sostenibilidad y la conciliación familiar de sus trabajadores. ¿Es importante desarrollar estos aspectos en una compañía?

Por supuesto. El principal activo de BME son sus trabajadores. El talento de esta compañía es excepcional y la plantilla lo ha demostrado con creces en los últimos meses, en los que han gestionado a la vez la situación sin precedentes generada por la pandemia y el esfuerzo extra que supone la integración con SIX en su día a día. En BME estamos comprometidos con la formación de nuestros empleados. El año pasado, por ejemplo, recibieron una media de 24,78 horas de formación. También hemos promovido un plan de teletrabajo y fomentamos la diversidad y la igualdad de oportunidades para todos nuestros profesionales. En este ámbito, también estamos totalmente alienados con la cultura corporativa de SIX. ●

Entre el Athletic y el recuerdo de Otello



Javier Hernani

Burzako (58) es un disfrutador, que lleva 18 años en Madrid y no deja de visitar siempre que puede su Bilbao natal para compartir buenos momentos con sus dos hijas y sus muchos amigos. Su dolor es el año "horribilis" de su Athletic de Bilbao; su pasión, cantar opera y música clásica, en general. Lo hizo desde

muy joven en el coro de la Universidad del País Vasco y ahora con otro coro, que medio centenar de amigos creó para satisfacer esa inquietud.

La suya es una voz grave, lo que considera una ventaja porque escasean en los coros y habla, como uno de sus grandes trofeos, de la oportunidad que tuvo de hacer un pequeñísimo papel junto al mismísimo

Plácido Domingo en Otello. **Su otra gran afición** es la media montaña y se sabe de memoria las más importantes rutas de la Sierra de Madrid. Dice que lo que más le ha costado durante la pandemia es la falta de contacto físico con sus familiares y amigos y la imposibilidad de salir a la montaña. La pandemia ha sido también una dificultad añadida

al proceso de integración con la compañía suiza que adquirió BME, aunque su inglés pulido y sus conocimientos del alemán le han facilitado las cosas.

Ahora se dispone a viajar con más frecuencia a Zúrich "a ver a los clientes con la cuenta de resultados en el bolsillo", porque así es como concibe su labor de consejero delegado. ✨

Jesus Benito

RESPONSABLE DE LIQUIDACIÓN

“
Nuestra función es esencial, especialmente, en los tiempos de la pandemia.
”



¿Qué funciones principales supone la labor realizada por su departamento ante cualquier operación bursátil?

Iberclear es el Depositario Central de Valores español. Nuestros tres servicios básicos son la función de registro central, ya que nos encargamos del registro contable de valores negociables representados por anotaciones en cuenta; la tramitación de las operaciones financieras y eventos de los valores, lo que se suele denominar como custodia central; y la gestión de la liquidación centralizada, al tramitar las transferencias de valores y efectivo mediante la ejecución de las transferencias de valores y el envío al agente de liquidación de efectivos de las órdenes de pago. Son funciones esenciales para el correcto funcionamiento del mercado financiero, especialmente en los últimos meses a causa de la pandemia.



José Manuel Ortiz

RESPONSABLE DE CLEARING

“
Nuestra labor repercute positivamente en la confianza depositada en los mercados financieros.
”

No todos los profesionales tienen muy claro cuál es el papel del Clearing en el proceso de compraventa en los mercados financieros, pero es esencial.

BME Clearing, la Cámara de Contrapartida Central del Grupo BME, desempeña una función crítica para el buen funcionamiento de los mercados financieros. Nuestro trabajo no se suele ver, es menos perceptible que otros y acapara menos titulares, pero es esencial para los mercados. Nuestra principal misión es la gestión de riesgos de contrapartida en los mercados financieros. Con las sucesivas reformas legales, las Cámaras de Contrapartida Central han ganado más peso y responsabilidad. Nos situamos entre las dos partes de una transacción, de tal forma que los participantes no tienen riesgo entre ellos, sino frente a la Cámara de Contrapartida Central. Sin duda, repercutimos positivamente en la confianza depositada en los mercados financieros.

Berta Ares

RESPONSABLE DE INNTECH (SERVICIOS REGTECH, DE INFORMACIÓN, DE WEALTHTECH)

“
En el ámbito de la Inteligencia Artificial, trabajamos en algoritmos de inversión y ejecución.
”



¿En qué proyectos más importantes están inmersos ahora o han concluido en los últimos tiempos?

Hemos lanzado recientemente un roboadvisor basado en Inteligencia Artificial. Se trata de un software que permitirá optimizar las inversiones de los intermediarios financieros en función de las preferencias y conocimientos del inversor final, respetando, por supuesto, la parametrización y reglas de negocio de cada entidad. También en el ámbito de la Inteligencia Artificial, seguimos trabajando en algoritmos de inversión y de ejecución. Los que ya tenemos en producción en clientes han tenido un comportamiento espectacular durante todo este periodo de grandes fluctuaciones en los mercados del año pasado, y esto nos reafirma en la idea de que son una opción de futuro. Toda esta experiencia en algoritmos nos ha llevado a otra iniciativa,

¿Qué evolución está teniendo y espera del Registro Nacional de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero (Renade)?

Renade es otro de los servicios de cuya gestión nos encargamos en Iberclear desde el año 2005. Llevamos la contabilidad exacta de la expedición, titularidad, transferencia y cancelación de derechos de emisión de gases de efecto contaminante por las obligaciones establecidas en el marco de la Convención, el Protocolo de Kioto y los Acuerdos de París, así como las correspondientes Directivas de la Unión Europea. Nuestra labor en Renade forma parte de la colaboración público-privado que siempre ha sido nuestra marca de identidad, y con el compromiso de BME en materia de sostenibilidad, algo que está en el ADN de la compañía. ●

¿Qué ha supuesto para este departamento la incorporación al Grupo SIX? ¿Se han sumado nuevos miembros operativos?

En el Grupo SIX contamos ahora con dos Cámaras de Contrapartida Central, BME Clearing y SIX x-Clear, que se complementan a la perfección. En España, estamos centrados en un servicio local, ofreciendo servicios para múltiples activos, renta variable, derivados financieros, renta fija o commodities. Nuestra homóloga en Suiza se centra en los activos de renta variable, pero operando para mercados de 18 jurisdicciones. Recientemente, anunciamos la incorporación de UniCredit SpA como nuevo miembro operativo en el Segmento de Renta Fija, y esperamos ampliar el número de entidades en los próximos meses, para crecer en commodities, Renta Fija y Forex. ●

que es una plataforma de quants para el desarrollo y testeo de algoritmos. Y otra de las líneas de trabajo relevantes es la de servicios basados en *rating* y *scoring*, relacionados con indicadores de sostenibilidad.

¿Hay proyectos de Blockchain?

Desde el DLT Lab, el laboratorio de tecnología blockchain, tenemos iniciativas de digitalización de procesos, como es el caso del producto Prenda DLT que está ya en producción. También estamos centrados en iniciativas de tokenización y activos digitales, donde estamos trabajando en una plataforma de financiación para pymes que esperamos vea la luz pronto, a la vez que colaboramos muy estrechamente con otras áreas de BME y con nuestros nuevos compañeros de SDX, la nueva infraestructura de valores basada en tecnología DLT del Grupo SIX. ●

Beatriz Alonso -Majagranzas

RESPONSABLE DE MERCADOS

“
Los mercados financieros serán esenciales en la recuperación como lo demuestran las ampliaciones de capital.
”



A las empresas españolas les cuesta convencerse de que la Bolsa es un recurso natural de financiación.

La crisis financiera de 2008 marcó un antes y un después en la mentalidad de muchas empresas españolas. Cada vez más, las compañías tienen claro que es importante diversificar sus fuentes de financiación, no para sustituir a la financiación bancaria, sino para complementarla y ampliar sus alternativas. Los mercados financieros ofrecen una mayor visibilidad a las empresas y acceso a los inversores. En los últimos años, el cambio ha sido muy significativo, acercándonos al modelo anglosajón con alrededor de la mitad de la financiación procedente de los mercados financieros. Es algo que está en la razón de ser de BME y en los principios de la Unión del Mercado de Capitales.

¿Cómo impulsa BME la incorporación de empresas al mercado?

En la parte del capital, contamos con BME Growth, la Bolsa de las pymes, y, también, con el Entorno Pre Mercado, una iniciativa destinada a las empresas que piensan en dar el salto a los mercados financieros. Además, está el área de *corporate access*, que promueve encuentros de empresas con inversores, como el Foro Medcap, el gran evento de referencia para compañías pequeñas y medianas. Otra fórmula exitosa para que las empresas accedan a la financiación de los mercados financieros es el MARF, que, recientemente, alcanzó el hito de su emisor número 100. Este mercado ha abierto las puertas de la Renta Fija a todo tipo de empresas.

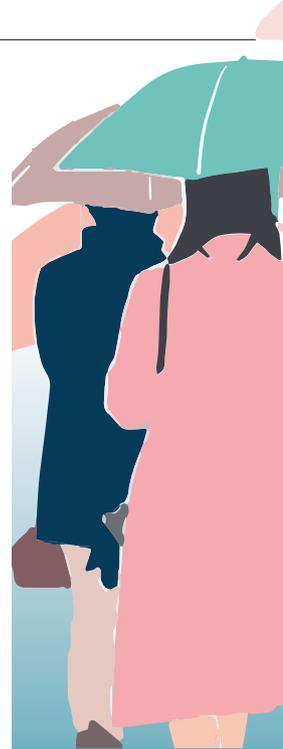
¿Cuál será la evolución de los distintos mercados en la España de la post-pandemia?

Los mercados financieros serán esenciales en la recuperación económica tras la pandemia. Ya lo están siendo, de hecho, como demuestra el crecimiento del 17,5% de las ampliaciones de capital del año pasado. ●

FUNCAS, LA PRESTIGIOSA FUNDACIÓN DE LA CECA

Por una economía más justa y eficiente

Su labor, en su casi medio siglo de existencia, ha sido fundamental para facilitar la comprensión y el conocimiento de la evolución y perspectivas de la economía española. Pero, con un amplio equipo de investigadores, la aportación de FUNCAS va más allá de la economía. Por **CARLOS AZUAGA**.



Por una sociedad mejor informada, más justa y eficiente. Estos son los objetivos de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) creada en 1980 y financiada por la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) dentro de su Obra Social. Se trata de una institución de carácter privado y sin ánimo de lucro, que desarrolla una serie de actividades que intentan beneficiar a la sociedad española.

La Fundación es particularmente activa en la promoción de estudios e investigaciones económicas y sociales, que suelen tener una amplia acogida en los medios de comunicación. Uno de sus trabajos más recientes ha sido, por ejemplo, la encuesta social publicada a finales de marzo de este año y difundida bajo el título "Covid19, ¿qué debemos saber y qué podemos esperar en el 2021?". En meses anteriores y coincidiendo con las diversas olas de las pandemias, la Fundación ha publicado otras encuestas en esta dirección.

A través de artículos, videoblogs, posts y publicaciones en prensa, ha llevado a cabo una gran labor de divulgación económica y social para entender el alcance y los efectos de la pandemia, no solo en España sino, también, a nivel mundial. Ha analizado las pérdidas de las empresas por el virus y las ayudas públicas, las dinámicas de contagio en las ciudades, el impacto del coronavirus en la inflación o los riesgos para el sector bancario, por citar algunos ejemplos.

FUNCAS es, además, un referente en el ámbito de las previsiones económicas y en el análisis de las políticas que pone en marcha el Gobierno, que amplía al conjunto de la Unión Europea.

Referente para el sistema financiero

Funcas es un centro de análisis, un *think tank* dedicado a la investigación económica y social, promoviendo la interacción entre la esfera académica y la economía real. Emilio



Ontiveros, presidente de Analistas Financieros Internacionales (Afi), afirma que “es una referencia fundamental para el análisis de la economía española y de su sistema financiero. Desde su creador, Enrique Fuentes Quintana, hasta otros artífices destacados, como Victorio Valle, o su director actual, Carlos Ocaña, se han caracterizado por mantener un gran rigor en la totalidad de las publicaciones y actividades docentes abordadas. El conocimiento de la economía española sería mucho más limitado y menos riguroso, sin duda, de no haber sido por FUNCAS”. Joaquin Estefanía, economista y periodista, exdirector de El País, señala, por su parte, que la entidad “ha sido uno de los lugares donde encontrar la mejor divulgación explicativa de lo que estaba ocurriendo, y uno de los laboratorios más creíbles en cuanto a previsión de lo que iba a ocurrir”.

Mariano Guindal, periodista de información económica, autor de varios libros sobre la evolución de la economía española, considera que “FUNCAS fue una fuente fundamental →→→

INVESTIGADORES DE FUNCAS

Director General de Funcas
Carlos Ocaña



Coyuntura y Economía Internacional
Raymond Torres



Estudios Financieros
Santiago Carbó



Estudios Tributarios
José Félix Sanz



Economía Pública y Bienestar
Eduardo Bandrés Molina



Estrategia y Economía Industrial
Juan José Ganuza



Economía y Políticas de Salud
Félix Lobo



Estudios Sociales
Elisa Chuliá



**Observatorio de la Empresa/
Industria**
Emilio Huertas Arriba



Las publicaciones a seguir por un



EMILIO ONTIVEROS

[Presidente de AFI]

“Es una referencia para el análisis de la economía española. Su conocimiento sería mucho más limitado y menos riguroso de no haber sido por la Fundación”.

La intensa actividad editorial de FUNCAS se materializa en la edición de distintos tipos de documentos en el ámbito de la economía, las finanzas y la sociología, como revistas, libros, documentos de trabajo e informes y notas técnicas. Con el fin de preservar el medio ambiente y bajo el objetivo de que las investigaciones y los trabajos tuvieran

una mayor difusión e impacto, a partir del año 2000, FUNCAS decidió limitar la edición en papel, estableciendo el acceso gratuito online a sus publicaciones (se exceptúan las coediciones y colaboraciones puntuales). Desde 2017, todos sus documentos están disponibles en formato digital y se pueden consultar de forma gratuita a través de su página web.

Sus publicaciones siguen siendo una referencia muy importante para quienes quieren seguir de cerca la evolución social y económica de nuestro país, entre los que deben encontrarse los asesores financieros. Sus monografías cuentan con el concurso de los mejores especialistas y resultan, sin duda, una base imprescindible para adentrarse

y profundizar en cualquier tema de carácter social o económico.

Papeles de economía

Es una revista trimestral que se empezó a publicar en 1979. Analiza en profundidad temas económicos relevantes y de actualidad en forma monográfica. El primer número se dedicó a la crisis económica y escribieron en él



economistas que poco después serían gobernadores del Banco de España, ministros, presidentes de la CNMV y expertos de reputado prestigio como Julián García Valverde, Enrique Fuentes Quintana,



MARIANO GUINDAL

[Periodista Inf. Económica]

“Fue una fuente fundamental para los periodistas en la transición y primeros años de la democracia, cuando nuestra formación era muy deficiente”.

→→→ para los periodistas económicos, especialmente, durante la transición y los primeros años de la democracia, cuando la formación de los periodistas era muy deficiente. Hizo una gran labor pedagógica para explicar a la opinión pública la importancia de la economía en el proceso de modernización que se estaba produciendo en la sociedad. FUNCAS era un punto de encuentro con los principales economistas del país. Su labor la continuó Victorio Valle, quien anticipó con una claridad meridiana la crisis financiera y el crack inmobiliario de 2009. Después, ha ido perdiendo paulatinamente influencia”.

En ese papel que ha jugado la Fundación para facilitar el conocimiento de la economía española han sido muy importantes sus publicaciones.

De todas ellas, quizá la más destacada sea la de “Papeles de Economía Española”. Para Emilio Ontiveros, “es la publicación más destacable,

desde luego. Pero, otras más concretas, enfocadas al sistema financiero, así como las ediciones de originales y guías son, también, instrumentos esenciales para cualquiera interesado en la dinámica económica de nuestro país”.

En esta línea, Mariano Guindal destaca, además de “Papeles de Economía”, otras publicaciones como “Perspectivas del Sistema Financiero” y “Cuadernos de información económica”. “Recuerdo –dice– que durante años colaboré estrechamente junto a Mar Díaz-Varela, entrevistando a los principales banqueros y dirigentes económicos del país. No hubiésemos tenido acceso a ellos sin el respaldo del profesor Fuentes Quintana. Toda aquella información era publicada y puesta a disposición de diferentes medios de comunicación, que lo utilizaban como fuente informativa o documental”. Joaquín Estefanía, que ha sido además, director de la Escuela de Periodismo de El País, recuerda

Manuel Lagares, José Sevilla, José Barea, Guillermo de la Dehesa, Luis María Linde, Julio Segura o José Ramón Álvarez Rendueles.

El último publicado hasta la elaboración de este artículo corresponde al primer trimestre de 2021 y lleva por título "La empresa española entre la eficiencia y la desigualdad: organización, estrategias y mercados". Es muy

recomendable, también, el número del último trimestre de 2019, centrado en "La gestión de la información en la banca: de las finanzas del comportamiento a la inteligencia artificial".

Cuadernos de información económica

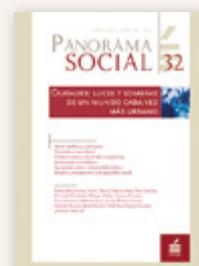
■ Se publica cada dos meses y ofrece una muy buena información, esencialmente a

los profesionales de la economía y las finanzas, con un análisis de los principales problemas tanto nacionales como internacionales. Recoge, de forma muy práctica, las más relevantes estadísticas



económicas, sociales y financieras que permiten tener un conocimiento actualizado de la realidad económica. A destacar en 2019 (mayo-junio) el titulado "Banca, política monetaria y deuda pública", así como, en ese mismo año, entre noviembre y diciembre, el de "Desaceleración económica y mercado de la vivienda". El último hasta la fecha corresponde a marzo-abril de

2021 y lleva por título "Recuperación al compás de las vacunas".



Panorama social

■ Es una publicación de carácter monográfico sobre temas de debate social y político. En

2019 se publicaron dos: "Pobreza y Rentas Mínimas" y "Opinión pública y encuestas". Más recientemente, en diciembre de 2020, apareció "Ciudades: luces y sombras de un mundo cada vez más urbano".

Otras publicaciones

■ "¿Qué y cómo pensamos? Apuntes de opinión pública". En 2019 se publicó "Los españoles y los Impuestos". ❖

que "algunos de los números de "Papeles de Economía Española" son antológicos".

Investigadores

El patronato de FUNCAS está presidido por el máximo responsable de la entidad que lo financia, la CECA. Tras Isidro Fainé, la vicepresidencia de la institución está ocupada por el director general de la Confederación, José María Méndez. El director general de FUNCAS es, desde hace una década, Carlos Ocaña, que fue secretario de Estado de Hacienda y Presupuestos hasta el 2011, año en el pasó a la Fundación.

FUNCAS tiene, además, un consejo consultivo que orienta las tareas de investigación y emite juicios sobre el Plan de Actividades y Publicaciones. Está constituido por personalidades científicas y del mundo

cultural de reconocido prestigio. El presidente de este consejo es Victorio Valle, quien fuera fiel colaborador de Enrique Fuentes, alma e impulsor de la Fundación. Forman parte de él, entre otros, José María Roldán (presidente de la AEB), Guillermo de la Dehesa, Soledad Núñez, Victor Pérez-Díaz y Emilio Ontiveros.

En 2020, FUNCAS tenía un presupuesto de casi siete millones de euros, procedente fundamentalmente de la aportación de la Obra Social de la CECA. Los gastos principales eran la labor de investigación y las actividades de formación, educación y divulgación social. Entre ambas suponían el 80% de los gastos presupuestados. Cuenta con un potente equipo de investigadores formado por una veintena de profesionales a los que habría que añadir medio centenar de investigadores externos, pertenecientes, en su mayoría, a universidades, tanto españolas como extranjeras. →→→



JOAQUÍN ESTEFANÍA

[Exdirector de El País]

“La mejor divulgación explicativa de lo que estaba ocurriendo. Es uno de los laboratorios más creíbles en cuanto a previsión de lo que iba a ocurrir”.

Enrique Fuentes Quintana, el gran divulgador

PROBABLEMENTE, ningún otro economista español ha tenido más influencia en el último medio siglo en la vida económica, política y social española como Enrique Fuentes Quintana (1924/2007).

Nada amigo de ocupar puestos de responsabilidad política, fue nombrado vicepresidente económico en el gobierno de Adolfo Suárez (1977), lo que el mismo justificó por "la delicada situación económica y social que vivía el país en aquellos momentos".

Apenas se mantuvo en el cargo durante unos meses, pero su aportación fue grande y decisiva para poner en marcha el Programa de Saneamiento y Reforma Económica acordado por todos los partidos en el Pacto de la Moncloa.



IMPULSÓ UN BUEN NÚMERO DE PUBLICACIONES allá por donde pasó, como "Información Comercial Española" y "Hacienda Pública Española". Además, es autor de varios libros que fueron la base de la formación de muchos universitarios y estudiantes de bachillerato a partir de 1960. Director del Servicio de Estudios y Programación de la Confederación Española de Cajas de Ahorro (1976) creó la revista "Coyuntura Económica" para seguir la evolución de la crisis. Y, tras su salida del Gobierno, fundó la revista "Papeles de Economía Española" (1980) de reconocido prestigio nacional e internacional.

PARA EMILIO ONTIVEROS, presidente de AFI y miembro del consejo consultivo de FUNCAS, Fuentes Quintana "fue un gran divulgador y un propiciador de ambientes de trabajo en diversos ámbitos de la economía española. Los estudios de hacienda pública definen un antes y un después del impulso de Enrique Fuentes. FUNCAS, igualmente, se benefició de esa atracción que ejercía sobre las cajas de ahorros, que fueron las que propiciaron el nacimiento de la Fundación". En opinión de Joaquín Estefanía, "su principal misión fue convencer a los políticos de que el gran problema que tenía España era el económico, aunque hubiera otros más urgentes. Hizo suya y aplicó aquella definición de Ortega y Gasset que dice que no sabemos bien lo que nos pasa y eso es precisamente lo que nos pasa". *

→→→ En los últimos tiempos, la entidad dedica una especial atención al sector financiero. Ha creado un Observatorio de Digitalización Financiera a través del que, con regularidad y apoyo de otras sociedades, como KPMG, realiza encuestas para analizar el uso que hacen los clientes bancarios de los medios digitales. El director ejecutivo de este Observatorio es Santiago Carbó, que es, además, responsable de Estudios Financieros de FUNCAS. El Observatorio edita una newsletter que recoge las informaciones más relevantes que van apareciendo sobre la tecnología y el mundo financiero. El pasado mes de abril, por ejemplo, publicó algunos títulos y comentarios tan atractivos como "Las BigTech y la gestión de los datos personales en el ámbito financiero", "El Bitcoin como medio de pago" y "Banca empática y digitalización financiera". Elabora, también, amplios informes, como uno titulado "Evolución de los Servicios Financieros como respuesta a la pandemia y la nueva realidad".

Programa Educa

La Fundación dedica más de tres millones de euros cada año a apoyar iniciativas sobre educación financiera dentro de Programa Educa. Este programa se puso en marcha en 2018 y, como tantos, ha sufrido en los últimos tiempos los rigores de la pandemia por lo que ha reducido su actividad, que espera recuperar en el futuro. A este programa están adheridas nueve entidades, que en 2019 desarrollaron más de 2.500 iniciativas con las que se llegó a 25,4 millones de beneficiarios. La mitad de las actividades se destinó a la infancia y a la juventud, aunque fue creciente la importancia que se dio a los mayores.

Uno de los aspectos más importantes del programa Educa es la financiación de proyectos que calibran la eficacia y alcance de las iniciativas que se llevan a cabo para incrementar la cultura financiera. Casi 9.000 colaboradores, entre voluntarios y empleados hicieron posible las actividades llevadas a cabo.

Plena vitalidad

Casi medio siglo después de su creación, FUNCAS sigue teniendo una gran vitalidad. Algo que se echa en falta por parte de otras fundaciones y equipos de estudios, algunos de ellos ligados a entidades financieras, que fueron fundamentales, en las tres últimas décadas del siglo pasado, para entender la evolución de la economía española. Probablemente, los estudios de aquellas instituciones, junto a los que sigue proporcionando FUNCAS, habrían permitido asumir con menor sorpresa las últimas crisis económicas. Sólo la pandemia ha reducido su capacidad de generación estudios, ideas y debates que, cada día, hacen más falta en una sociedad en la que las redes sociales y los mensajes cortos se imponen

→ **LA GENERACIÓN de estudios, ideas y debates de FUNCAS hace cada día más falta en una sociedad en la que las redes sociales y los mensajes cortos se imponen como medio de comunicación.**

como instrumento y forma de comunicación. Emilio Ontiveros afirma que “FUNCAS sigue reuniendo a profesionales excelentes y, con ello, la posibilidad de poner en marcha iniciativas muy valiosas y diversas. Lejos de estancarse, ha evolucionado adaptándose a exigencias analíticas más amplias y sofisticadas. Su actual equipo es ciertamente valioso”. En este sentido, concluye Joaquín Estefanía que la entidad es, ante todo, “uno de los laboratorios de previsión más creíbles que existen”. ●



Una cartera de renta fija debería descubrir el mundo de forma sostenible

JPMorgan Funds – Global Bond Opportunities Sustainable Fund busca oportunidades de renta fija en todo el mundo, de forma flexible y en línea con tus principios.

Más información
www.jpmorgan.es



Puede no recuperar todo el capital. La rentabilidad no está garantizada y puede variar.

J.P. Morgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. (JPMAME) es la entidad distribuidora global de fondos y se halla sujeta a la supervisión de la CSSF de Luxemburgo. El fondo JPMorgan Funds - Global Bond Opportunities Sustainable Fund pertenece a la SICAV JPMorgan Funds, inscrita con el número 25 en el Registro de I.I.C. extranjeras comercializadas en España de la CNMV. La entidad gestora es JPMAME y la entidad depositaria J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. La inversión en las SICAVs de J.P. Morgan deberá hacerse sobre la base del folleto informativo, DFI, de los estatutos vigentes, del último informe anual o semestral y de las memorias de comercialización. Este anuncio tiene carácter informativo y no debe considerarse como solicitud o recomendación de compra o venta. Nuestra Política de protección de datos para EMEA está disponible en www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

LV-JPM53016 | 06/21 | ES | 0903c02a82b282da

J.P.Morgan
Asset Management

NO BASTA CON TENER BUENOS CONOCIMIENTOS

La pandemia demanda nuevas cualidades al asesor

La pandemia por el Covid-19 no solo ha impuesto el confinamiento y los trabajos remotos. En el caso del asesoramiento financiero, ha hecho que se valoren más aquellas cualidades que tienen que ver con la comunicación con el cliente y la capacidad de adaptación. Responsables de personal y reclutadores de profesionales incorporan nuevas exigencias a los candidatos. Por **CRISTINA J. ORGAZ**.

Hasta ahora, existía plena coincidencia entre los responsables de personal y los reclutadores de profesionales de las más importantes compañías sobre las tres grandes exigencias para quienes quisieran desarrollarse en el asesoramiento financiero: conocimientos sobre el mundo financiero, determinación de formación continua y capacidad de adaptación. Estas eran, a grandes rasgos, las tres principales cualidades exigibles a los candidatos a ser asesores financieros. Y las tres cualidades parecían ordenadas por su importancia: el criterio y conocimiento parece normal como exigencia al candidato, cualquiera que sea la materia de la que se trate y, durante mucho tiempo, ha sido la principal cualidad a considerar en una prueba para acceder a un puesto de trabajo. También, en el asesoramiento financiero.

La voluntad de formación continua ha ido escalando posiciones, a medida que el mundo se ha hecho más complejo y cambiante. Nadie puede sobrevivir en su oficio con la misma preparación con la que accedió a él hace diez, veinte o treinta años. La regulación cambia, pero, también, lo hacen los productos o las herramientas de trabajo reconvirtiendo el financiero en un entorno muy competitivo.

Finalmente, aparece la capacidad de adaptación. Adaptación no sólo a entornos evolutivos sino a situaciones inesperadas y, precisamente, la pandemia está haciendo que, en los últimos tiempos, se valore más esta cualidad. Saber adaptarse ha sido la gran prueba a la que ha sido sometida la función del asesoramiento financiero desde el mes de marzo de 2020. Incorporar nuevas formas de interactuar con el





→ **EN LAS PRUEBAS** a los candidatos, se pone el foco en la capacidad de adaptación a entornos que son cada día más cambiantes.

Formación continua

● Los expertos coinciden en que lo primero que debe tener una persona con ambición en este sector es estar al día y conocer las últimas novedades y tendencias en el mercado. Que se vea un interés por actualizarse constantemente, ya que tanto los mercados como los productos cambian continuamente.

● La llegada de MiFID supuso un paso de gigante en el objetivo de crear un mercado más profesional donde el ahorrador/inversor se sintiera más seguro. Pero esa certificación que ahora se ha hecho necesaria puede no ser suficiente con el paso del tiempo si no hay una formación continua, teniendo en cuenta la evolución de los mercados. Se valora mucho tener un espíritu de formación continua y pertenecer a instituciones donde regularmente se actualizan conocimientos y se informa de los cambios que se van produciendo en el mundo de la regulación o de la oferta de productos.



cliente durante el tiempo -ya largo- en el que las reuniones cara a cara no solo estaban desaconsejadas sino que estaban directamente prohibidas. La reinención de todo el sector para no perder la cercanía ha sido loable.

La capacidad de adaptación tiene mucho que ver, según los expertos consultados, con la experiencia de vivir varios ciclos económicos de mercado, asesorando clientes en distintos entornos. Y está estrechamente relacionada con la capacidad de comunicación con el entorno y, en primer lugar, el cliente. “Incluso antes de la pandemia, los altos cargos del sector financiero se enfrentaban a una industria extremadamente variable. Conseguir que la plantilla desarrolle las habilidades necesarias es clave para toda la organización”, afirmó la consultora PricewaterhouseCooper (PwC) en su vigésimo tercera Encuesta Global Anual a CEOs llevada a cabo el año pasado.

La opinión de los CEOs

La encuesta de 2020 de PwC incluyó las respuestas de 1.581 directores ejecutivos en 83 territorios y reveló que las firmas financieras luchan por retener a los empleados que han aprendido nuevas habilidades. De hecho, el 15% de los cargos directivos respondió que éste es su mayor desafío. Los ejecutivos luchan, también, por encontrar los recursos, no solo fondos financieros, sino personas con la experiencia necesaria para llevar a cabo sus programas de capacitación. Y casi el 40% de los directores ejecutivos dijo que su empresa no había hecho ningún esfuerzo real para asociarse con el tipo de instituciones académicas o gubernamentales para ayudarlos a desarrollar las habilidades que su empresa necesitaría algún día.

→→→



CONCEPCIÓN FERNÁNDEZ

(ALLIANZ SEGUROS)

“Buscamos personas capaces de simplificar los procesos y que cuestionen el status quo, promoviendo cambios e innovando”.



IGNACIO REVUELTA

(ABANCA)

“Hay que visibilizar la proximidad de la empresa a través de sus asesores, y mediante el canal que les resulte más conveniente, ya sea presencial o digital”.

→→→ “Además de atraer, nutrir y compensar al talento, las empresas ahora deben lidiar con los desafíos del trabajo remoto, así como, también, cómo y cuándo regresar al lugar de trabajo de manera segura. Por lo tanto, es importante establecer principios básicos sólidos para la remuneración y el desarrollo, teniendo en cuenta la seguridad”, recomienda el informe de la consultora.

Conocimientos, competencia digital, habilidad...

Lo que se busca en un candidato durante las entrevistas, según Concepción Fernández, Head of Recruiting de Allianz Seguros, es conocimiento y experiencia en productos financieros, competencias digitales y agilidad, así como habilidad para entender las necesidades de los clientes. “También buscamos personas capaces de simplificar los procesos de su día a día y que se cuestionen el status quo, promoviendo cambios e innovando en la forma de hacer las cosas”, afirma.

Lo que ha cambiado la pandemia, según Concepción Fernández, es que nuestra compañía ha puesto ahora más foco en la capacidad de adaptación del candidato a entornos cada vez

más cambiantes, así como en las competencias digitales, la versatilidad y la experiencia en el negocio. Y es que es obvio que el trabajo remoto o los confinamientos cambiaron, también, la forma de reclutar.

“Nuestros procesos de selección, hoy en día, se llevan a cabo cien por cien en remoto. Realizamos una primera entrevista telefónica para validar encaje y expectativas, una segunda entrevista por video llamada con el departamento de Recursos Humanos, donde validamos las competencias con los candidatos y ampliamos detalles del proyecto profesional y los requerimientos del puesto”, explica Fernández.

Al candidato que haya pasado el corte, aún le queda una tercera entrevista con los expertos de selección de personal que incluyen varias áreas que van desde los managers directos, a expertos técnicos y directores de negocio que validen el encaje técnico y competencial del candidato.

“Adicionalmente, podemos aplicar test de personalidad, nivel de inglés o pruebas técnicas que complementan el proceso de selección. Finalmente, al candidato finalista le presentamos una propuesta económica y, tras la aceptación, empezamos los trámites de *pre-onboarding* y *onboarding*”, es decir, de bienvenida, explica.

Ejercicios de *role play*

Una de las particularidades más llamativas de los procesos de selección de Abanca es que invitan a los candidatos a participar en diferentes pruebas interactivas y a distancia. “Esto nos permite valorar su perfil profesional desde distintas

➔ **AHORA, los propios procesos de selección de asesores se realizan, en un cien por cien, en remoto con entrevistas telefónicas y vídeos.**



FRANCESCO D'ITALIA

(MEDIOLANUM)

“La pandemia ha confirmado que para ser buen asesor se necesitan dos cosas: conocimientos técnicos e inteligencia emocional”.

ópticas y en distintos escenarios, incluyendo pruebas en equipo y ejercicios de *role play*”, afirma Ignacio Revuelta Olmeda, director de Talento de Capital Humano de Abanca.

Los ejercicios de este tipo buscan evaluar a los asesores en habilidades como comunicación, negociación y la forma de hablar con los clientes en situaciones adversas. Estas habilidades se pusieron a prueba, por ejemplo, en marzo de 2020, cuando las bolsas se vieron exageradamente golpeadas al conocerse el alcance de la expansión del coronavirus. Un buen asesor tiene que ser capaz de tranquilizar a su cliente y explicarle con detalle por qué hay que seguir la estrategia marcada para estos casos.

La entidad afirma que lo que realmente ha variado la pandemia es la velocidad del cambio en las nuevas competencias profesionales, “orientadas a potenciar actitudes transparentes y coherentes con lo que decimos y hacemos,

intentando dar al cliente la mejor solución disponible”, dice Revuelta Olmeda.

Aunque, como en el resto de firmas, los procesos de selección se han tenido que adaptar a la falta de movilidad y al distanciamiento social, acelerando la digitalización de los procesos.

“Queremos sentirnos orgullosos cada día de nuestro trabajo, siendo capaces de identificar y señalar lo que todavía podemos mejorar. En definitiva, nuestros clientes y la sociedad demandan visibilizar el compromiso y la proximidad de la firma a través de sus asesores, y mediante el canal que les resulte más conveniente o en el que se sientan más seguros, ya sea presencial, a distancia o digital”.

Retener talento

“El acompañamiento y la retención del talento deben partir del reconocimiento profesional y de las oportunidades de desarrollo”, explica el director de Talento de Capital Humano de Abanca.

Estos elementos son el eje de las políticas de Talento en la entidad. “Los diferentes instrumentos que tenemos para conocer a nuestros profesionales se centran no sólo en seguir su consecución de objetivos, sino en conocer a la persona que contribuye al éxito del equipo: procesos claros y transparentes de evaluación de desempeño, feedback directo y disponibilidad de canales por los que puedan manifestar sus inquietudes”, dice Revuelta Olmeda.

→→→

Formación continua MiFID II

Suscripción anual - 59€ www.recertify.es

Recertify



Las diez cualidades más valoradas por los seleccionadores de personal

● **A la hora** de contratar nuevos profesionales, los responsables de personal buscaban e indagaban en la cualificación profesional de los candidatos. Ahora, buscan la cualificación personal a través de los valores que el aspirante puede aportar a la empresa.

El actual contexto de crisis y la entrada en vigor de la reforma laboral han cambiado por completo el perfil de candidato demandado por las empresas en nuestro país. Ahora los seleccionadores de personal priorizan los valores personales.

Según datos de Factor Humano, la consultoría de RRHH de Grupo Constant, las diez cualidades más buscadas, en general, en un candidato son:

1. Compromiso. Con la empresa y con los proyectos en los que se trabaja.

2. Responsabilidad. A la hora de realizar las tareas con el objetivo de optimizar la gestión del tiempo.

3. Implicación. Con la filosofía, la misión y los valores de la empresa. Se valora la capacidad para trabajar en equipo.

4. Actitud positiva. Transmitir ilusión por los proyectos en los que se participa.

5. Proactividad. Tomar la iniciativa, emprender acciones y asumir

la responsabilidad de que las cosas sucedan sin dejar que el entorno influya negativamente.

6. Adaptabilidad. Tanto al contexto coyuntural actual como a los cambios que puedan producirse a nivel interno en la empresa en función de las necesidades de esta.

7. Interés. Por el puesto de trabajo al que se está optando y por la empresa en sí. Buscar información sobre la empresa antes de la entrevista es una práctica recomendada por los seleccionadores de personal.

8. Especialización en nuevas tecnologías. En un entorno en el que Internet, las redes sociales y las nuevas tecnologías tienen tanto peso, mostrar conocimientos específicos es un punto a favor para los candidatos.

9. Sinceridad. Mentir en el currículum vitae y en la entrevista personal puede hacernos perder una buena oportunidad de encontrar empleo.

10. Empatía. La capacidad de mostrar cercanía y comprensión con el resto de compañeros de trabajo ayuda a crear un clima laboral favorable.

Además, frente a la nueva tendencia de los candidatos de simplificar su currículum han aparecido los 'currículos a la carta', adaptados específicamente al puesto de trabajo al que se aspira en cada entrevista laboral. ❄

→→→ Cree que, también, ayuda a la carrera de las nuevas incorporaciones el tener un socio de negocio especializado como Capital Humano, que te permite la posibilidad de elaborar un Plan de Desarrollo Individual. "Estos son los factores clave para mantener un alto índice de compromiso, como así nos indican nuestras encuestas internas de clima y de cultura", añade el director.

Las dos ruedas de una bici

Banco Mediolanum ha incorporado en los últimos 12 meses unos 300 agentes representantes en exclusiva, situando el total de su red en 1.403 profesionales. Y, de cara al futuro, el banco se ha puesto como objetivo que la red alcance los 3.000 asesores. "Nuestra máquina de reclutamiento no para nunca. No hay campañas, sino que es una actividad constante del banco", dice Francesco D'Italia, responsable de Selección y Formación de la red de Asesores Financieros de la entidad.

"Este último año de pandemia ha confirmado que, para ser un buen asesor, se necesitan dos cosas. Y es como si fuera una bicicleta, las dos ruedas son necesarias. Por un lado, los conocimientos técnicos y la preparación, y por el otro, la inteligencia emocional. Es decir, la capacidad de comunicación y de empatizar con el cliente", dice.

Para D'Italia, la de asesor financiero es una carrera con mucho futuro, porque cada vez se nota más "lo importante que es esa figura para el ahorrador español. Pero hace falta paciencia y tener la mente abierta para escuchar las necesidades de los clientes".

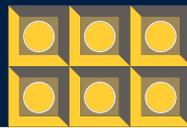
Si hace unos años, las cualidades más valoradas de un asesor financiero eran los conocimientos técnicos, el coronavirus ha dejado claro para muchas firmas que las habilidades denominadas "competencias blandas" se han vuelto cruciales. Son las más difíciles de enseñar pero, también, son las que nos acercan al cliente y nos permiten conocer sus necesidades. De ahí a aportar soluciones eficientes hay solo un paso. Al menos para quien sepa escuchar. ●



EDMOND
DE ROTHSCHILD

EDMOND DE ROTHSCHILD FUND **BOND ALLOCATION**

THE FUTURE NEEDS A CORNERSTONE.



EDMOND DE ROTHSCHILD, BOLD BUILDERS OF THE FUTURE.

edmond-de-rothschild.com

Edmond de Rothschild Fund SICAV CNMV number is n.229. For further details and information about the fund consult the fund prospectus, bylaws and financial reports, all of which are available from any authorised distributor or from the CNMV. For further details and information about the fund consult the fund prospectus, bylaws and financial reports, all of which are available from any authorised distributor or from the CNMV. The data, comments and analysis in this bulletin reflect the opinion of Edmond de Rothschild Asset Management (France) and its affiliates with respect to the markets and their trends, their regulation and tax treatment, on the basis of its own expertise, economic analysis and information currently known to it. However, they shall not under any circumstances be construed as comprising any sort of undertaking or guarantee whatsoever on the part of Edmond de Rothschild Asset Management (France). All potential investors should consult their service provider or advisor and exercise their own judgement independently of Edmond de Rothschild Asset Management (France) on the risks inherent to each investment and its suitability to their own personal and financial circumstances. To this end, investors must acquaint themselves with the key investor information document (KIID) that is provided before any subscription and available at <http://funds.edram.com> or on request from the head offices of Edmond de Rothschild Asset Management (France) and Edmond de Rothschild Asset Management (Luxembourg). GLOBAL DISTRIBUTOR AND SUB INVESTMENT MANAGER: Edmond de Rothschild Asset Management (France) 47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08. Société anonyme governed by an executive board and a supervisory board with capital of 11,033,769 euros. AMF Registration No. GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris. MANAGEMENT COMPANY: EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (LUXEMBOURG) 16, Boulevard Emmanuel Servais, 2535 Luxembourg.



EXIGENCIAS SIMILARES A LOS PRESTADORES DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

La MiFID entra de lleno en la distribución del seguro

Con la Directiva de Distribución (IDD), el seguro pasa a regularse como un producto financiero, según el modelo MiFID. Se armonizan las normas de conducta con unas pautas comunes sobre formación del personal que informa o asesora. Por **FERNANDO ZUNZUNEGUI.***

Socio director de **Zunzunegui Abogados y Asesor de Regulación de **EFPA España**.*

Tanto en el mercado de valores como en el de seguros, los clientes minoristas carecen de los conocimientos y competencias necesarios para evaluar los riesgos financieros que pueden suponer la contratación de sus productos. Por esta razón, las normas de transparencia deben completarse con normas que adecúen los productos que se tratan de colocar a las necesidades de los clientes. Este sistema completado y consolidado con MiFID II ha servido de inspiración tanto al mercado del crédito y de servicios de pagos como a la Directiva 2016/97, de Distribución de Seguros (IDD).

El principal objetivo de la regulación y supervisión del sector “es la protección adecuada de los tomadores y los beneficiarios de seguros”. Es una regulación sectorial que trata de garantizar que la oferta de seguros que accede al mercado satisfaga las necesidades de los clientes a los que se destina sin hacerles asumir riesgos innecesarios. Para lograr este objetivo, se establece una gobernanza de los productos, como filtro previo, y se dictan normas para los intermediarios, con independencia de que el seguro sea objeto de venta directa por el productor o indirecta; es decir, distribuido a través de terceros.

La Ley de Contrato de Seguro (LCS) y las normas de conducta de la IDD, incorporadas al Derecho interno por el Real Decreto-ley 3/2020, no siempre coinciden en sus planteamientos. La LCS contempla un deber de información del cliente, ya sea tomador o asegurado, frente al asegurador para que pueda valorar el riesgo. El flujo principal de la información es del cliente hacia el asegurador. Sin embargo, las normas de conducta se fundan en un deber de conocer al cliente con el fin de ofrecerle productos adecuados a su perfil, avisándole de los posibles riesgos.

Principios de actuación

Los principios generales de actuación de los distribuidores de seguros coinciden con los que rigen para los prestadores de servicios de inversión. Deben actuar “con →→→

Conocimientos y aptitudes De los distribuidores de seguros

● El Real Decreto 287/2021, de 21 de abril, regula los conocimientos y aptitudes que deben tener los distribuidores de seguros y su personal relevante, incluidos los colaboradores externos y cualquier persona que participe en la distribución proporcionando a los clientes información o asesorando. A los asesores se les exigen más conocimientos y aptitudes que a quienes se limitan a informar. Quienes asesoran en la distribución de seguros deben superar un curso de formación de 200 horas, exigencia que se reduce a 150 horas para quienes se dedican a informar. A su vez, a los altos cargos responsables de la distribución se les exigen 300 horas de formación.

● Respecto al contenido del programa, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones ha anticipado que deberá cursarse un módulo de 55 horas sobre el sistema financiero, normativa, gestión de siniestros y deontología, y dos módulos específicos, uno sobre seguros distintos del seguro de vida de 75 horas y otro sobre seguros de vida distintos de los productos de inversión basados en seguros de 20 horas. Si bien, para asesorar se exigirá un módulo adicional de 50 horas sobre productos de inversión basados en seguros. Y otro adicional de 100 horas de empresa, para los altos cargos responsables de la distribución.

● Se reconocen los conocimientos previos, por ejemplo, por ya haber sido acreditado para informar o asesorar ante la CNMV o el Banco de España, a efectos de convalidar materias comunes. Por lo demás, quienes gozan de la aptitud del Grupo B del régimen derogado podrán dedicarse a informar o asesorar sin necesidad de superar nuevos cursos de formación. A su vez, quienes cuenten con la aptitud del Grupo C ahora derogada disponen del plazo de un año para completar un curso que habilite para informar.

● Los cursos los pueden organizar los distribuidores de seguros, centros de formación, universidades o entidades externas certificadoras de formación como EFPA. La formación debe ser certificada. La evaluación puede ser presencial o a distancia. ✱

Un programa de formación continua

● Para proteger al cliente y en pro de la calidad del servicio, los distribuidores de seguros deben garantizar que el personal conserva y actualiza sus conocimientos y aptitudes. En este sentido, deben disponer de un programa de formación continua y garantizar su ejecución,

ya sea por sí mismos o a través de centros de formación, universidades o entidades externas certificadoras como EFPA. Así, los asesores y los altos cargos responsables de la distribución deben contar con una formación continua anual de 25 horas, que se reduce a 15 horas

para quienes se dedican a informar, siempre exigible a partir del año siguiente al que accedan a la actividad. Como novedad, las entidades asumen la carga de poner a disposición del personal el tiempo y los recursos para adquirir y mantener conocimientos adecuados. ✳



→→→ honestidad, equidad y profesionalidad, en beneficio de los intereses de sus clientes”. Deben ser transparentes, suministrando información “precisa, clara y no engañosa” y, además, auténtica, distinguiendo la información de la publicidad.

Como sucede en el mercado de valores, las normas de conducta en la distribución de seguros alcanzan a todo el ciclo de vida del producto, desde el diseño del producto con gobernanza de producto, a la oferta al cliente a través de normas de conducta en las relaciones con la clientela. De hecho, la introducción de la gobernanza de productos constituye la principal novedad del nuevo marco legal de la distribución de seguros. Se aplica a todos los productores y distribuidores que elaboren, ofrezcan o asesoren sobre productos de seguro. Debe garantizar siempre que el diseño del producto satisfaga las necesidades de los clientes y que no cause efectos adversos.

Con independencia de la gobernanza del producto, el distribuidor de seguros que asesore debe evaluar la idoneidad al cliente con el fin de

ajustar la oferta a su “nivel de tolerancia al riesgo y a su capacidad de soportar pérdidas”. Es un sistema de evaluación y avisos similar al que rige para la prestación de servicios de inversión.

En suma, nos encontramos ante una transición del sector hacia su financiarización, lo cual se refleja en la actuación de los supervisores. EIOPA comparte convergencia supervisora con ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados) y EBA (Autoridad Bancaria Europea). En este marco, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) está dando los pasos para adaptarse al nuevo marco legal y promover el necesario cambio de cultura de la industria del seguro. Este cambio legal llega en un momento de transformación digital del sistema financiero.

La perspectiva Fintech, que combina la oferta de diversos servicios financieros a través de plataformas, impulsa esa necesaria armonización de las normas de conducta y contribuye, sin duda, a superar la regulación y supervisión por silos. Esta convergencia es muy marcada en relación con la formación de los asesores. Por esta razón, siguiendo el modelo MiFID II, quienes informan o asesoran en seguros deben contar con conocimientos y aptitudes acreditadas, elemento esencial para garantizar la calidad del servicio. ●

➔ **LAS NORMAS de conducta en la distribución de seguros alcanzan a todo el ciclo de vida del producto, como en el mercado de valores.**



Test cuarto número de **asesores financieros** EFPA

Los miembros certificados de EFPA podrán computar 2 horas de formación válidas para la recertificación EIA, EIP, EFA y EFP respondiendo a este test. Para dar las respuestas es preciso acceder a la intranet de EFPA España (www.efpa.es) con el usuario y contraseña. Una vez completado y superado el test (para superarlo será necesario responder correctamente a 12 de 15), se te sumarán automáticamente en tu perfil las horas de formación.

1. Como consecuencia de la crisis, muchos ahorradores han optado por:

- A. Apostar masivamente por la renta variable.
- B. Invertir en activos conservadores.
- C. Destinar grandes recursos a la inversión inmobiliaria.

2. Además de la compra directa de activos, también se puede invertir en inmobiliario a través de:

- A. Productos estructurados y criptomonedas.
- B. Socimis, fondos de inversión, SPAC y crowdfunding.
- C. Commodities, planes de pensiones y Unit Linked.

3. La CNMV ha detectado como ámbitos de mejora del asesoramiento financiero:

- A. Mayor precisión sobre los costes, el seguimiento de las inversiones y la identidad de las gestoras.
- B. Aumentar las competencias sobre sostenibilidad.
- C. Incrementar las recomendaciones sobre seguros de empleo.

4. Pedro Guerrero cree que los robots en relación al asesoramiento financiero:

- A. Serán un complemento para el profesional, pero siempre será necesario la confianza que aporta el ser humano.
- B. Se harán por completo con el mercado del asesoramiento financiero en unos años.

C. Favorecerán que, todos los clientes apuesten por la gestión pasiva.

5. Los expertos y asesores financieros creen que lo que más sufriría con una subida de tipos sería...

- A. La renta variable, en especial, en los mercados más consolidados.
- B. La deuda soberana.
- C. No afectaría a los activos financieros sino a la confianza del inversor.

6. ¿Cuál era el porcentaje de bonos con rentabilidad negativa en Europa a principios de mayo?

- A. El 20 por ciento.
- B. El 80 por ciento.
- C. El 50 por ciento.

7. ¿Cuál de estas frases define mejor a BME?

- A. Es el operador de las Bolsas y Mercados Españoles y pertenece a Grupo SIX.
- B. Supervisa y regula a todos los operadores que participan en el mercado.
- C. Es el resultado de la unión de las Bolsas de Madrid, Barcelona y Alicante.

8. Funcas es...

- A. Un organismo supranacional que vela por el buen desempeño de la economía.
- B. Una empresa privada que promueve los estudios sobre finanzas.

C. Una entidad sin ánimo de lucro que promueve la investigación económica.

9. Expertos y directivos inmobiliarios creen que los precios del sector en los próximos meses:

- A. Van a desplomarse.
- B. Subirán vertiginosamente.
- C. No se ponen de acuerdo, aunque muchos estiman que algo bajarán.

10. Los asesores financieros han observado que sus clientes sobre la renta fija:

- A. Han comenzado a pedir masivamente la compra de activos.
- B. Empiezan a estar preocupados sobre su evolución.
- C. Son partidarios de que tenga un mayor peso en las carteras.

11. ¿Cuál es la cualidad de un asesor que se ha visto reforzada en una selección de personal tras el Covid-19?

- A. El conocimiento y los criterios sobre el sector y sus productos.
- B. El espíritu de formación continua.
- C. La capacidad de adaptación ante escenarios cambiantes.

12. La certificación EFPA ESG Advisor:

- A. Ofrece una visión integral en el ámbito de la sostenibilidad financiera.

B. Analiza las principales tendencias de inversión en cambio climático.

C. Está focalizada en los mecanismos de gobernanza de las empresas.

13. ¿Cómo se conoce a la grave crisis que en 1994 se inició en México y afectó a toda la renta fija emitida por países latinoamericanos?

- A. El error de noviembre.
- B. Tesobonos malditos.
- C. Efecto Tequila.

14. ¿Cuál de estas revistas fue creada por Fuentes Quintana y goza de un gran prestigio nacional e internacional?

- A. Cuadernos de Información Económica.
- B. Papeles de Economía.
- C. Panorama Social.

15. Para Fernando Zunzunegui, alguien que asesora sobre seguros:

- A. Debe contar con conocimientos y aptitudes acreditadas.
- B. Tiene que ser un mediador colegiado.
- C. Basta con que tenga experiencia en la industria financiera.



Accede al test



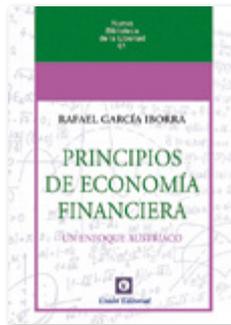
Por
**LUIS
TORRAS**

Principios de economía financiera / **Rafael García Iborra** / Unión Editorial

Una introducción a la economía financiera con gran rigor económico

Las ciencias financieras, igual que las económicas, están ampliamente dominadas por el paradigma neoclásico, pese a las evidentes limitaciones de los modelos estocásticos. Estos son puestos en cuestión por este mismo paradigma que, de forma frecuente, confunde datos históricos (*historia*) con *teoría*, o volatilidad (variación en el precio) con riesgo, entre otros elementos disfuncionales que han configurado enormemente el comportamiento de los mercados en las últimas décadas.

Por eso, la lectura de *Principios de Economía Financiera. Un enfoque Austríaco* del doctor Rafael García Iborra resulta una lectura tan fundamental. Se trata de un texto de enorme rigor académico que quiere ser una introducción a la economía financiera, la rama de la economía que se encarga del estudio de los activos financieros, desde la perspectiva de la Escuela Austríaca de Economía, Escuela de Viena, o, simplemente, Escuela Lógica, y que destaca, principalmente, por sus notables

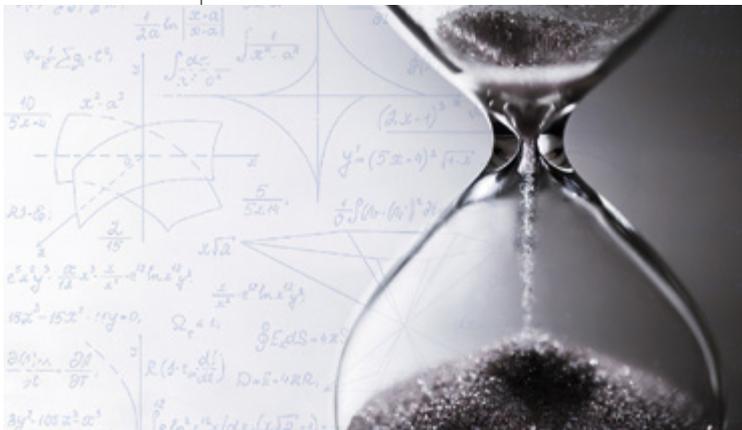


contribuciones al campo del método científico en el campo de las ciencias sociales. Constituye el andamiaje teórico a partir del que el autor analiza los grandes temas de la Economía Financiera, desde el comportamiento de los inversores, hasta el estudio del ciclo económico, pasando por un muy detallado análisis del tema de la liquidez.

Al integrar el elemento del tiempo y la complejidad de la estructura productiva –que nunca es plana, sino que esta formada por distintas etapas y que, según su proximidad con el consumo, presenta balances más o menos líquidos–, permite una visión tridimensional de la economía, alejada de los modelos neoclásicos, altamente complejos, pero paradójicamente tremendamente simplistas. Resulta enormemente clarificadora, por ejemplo, la lectura del capítulo 5 donde se realiza una pormenorizada crítica a algunas de las teorías ampliamente aceptadas como el *Capital Asset Pricing Model*, o la *Hipótesis de los Mercados Eficientes*, que todavía arroja hoy una visión muy maniquea e incompleta de los mercados.

La obra incluye, además, importantes anotaciones sobre el dinero, y clarifica confusiones frecuentes entre liquidez (siempre sujeta a las condiciones de mercado) y negociabilidad (facilidad en la transmisión), o el papel de la monetizar activos financieros y los sustitutos monetarios (pasivos a corto plazo) así como su papel en el ciclo auge-depresión.

➔ **Una lectura repleta de buena teoría financiera que, por su enorme rigor, tiene un marcado carácter práctico.**



Para distinguir entre inversores y especuladores

→ *El pequeño libro de la valoración de empresas*

Aswath Damodaran. Deusto



Aswath Damodaran es archiconocido entre los profesionales de la inversión por su labor de divulgación y generación de recursos para navegar por los mercados. En este libro, el célebre profesor de valoración de empresas de la Universidad de Nueva York (del que Pablo Fernández no tiene nada que envidiar), se centra en el fenómeno fundamental de la valoración de empresas, el elemento que distingue inversores de especuladores. Se trata de un libro pequeño en tamaño pero denso en contenidos y nada simple; un ejercicio de síntesis con algunas de las ideas que ha ido desarrollando Damodaran acerca

de la compleja tarea de valorar los fondos propios de una empresa, detallados en el recomendable manual *Applied Corporate Finance*. La parte menos brillante del libro, que ofrece un somero repaso sobre algunos de los elementos que ayudan a sistematizar la valoración, es cierta falta de profundidad en algunos pasajes, cuando se habla de que la valoración está sujeta a sesgos cuando la idea verdaderamente potente es reconocer que la valoración es un ejercicio, esencialmente subjetivo. Un subjetivismo que se refleja tanto en las proyecciones de los ingresos (la parte siempre más sensible y sometida a una mayor incertidumbre a la hora de valorar), como en la tasa de descuento utilizada. Con todo, una lectura de valor para el profesional financiero.



Distribución ponderada de los activos

→ *El inversor conservador*

Carlos Santiso. Pirámide.



LOS PRINCIPIOS de la cartera permanente, una estrategia de inversión centrada en una visión macro de los



mercados, en la que se pone el énfasis en la distribución de activos (*asset allocation*), desarrollados, entre otros, por Harry Browne, pueden ser de gran utilidad práctica

para el inversor conservador a largo plazo, en el sentido neoclásico de inversores que quieren minimizar la volatilidad. Los principios y ventajas detrás de esta estrategia de inversión los detalla de manera muy accesible y con gran rigor el gestor de inversiones Carlos Santiso en su libro *El inversor conservador*. Libro que se lee del tirón, incluye valiosos consejos para el inversor novel y, entre muchas otras cosas, permite comprobar cómo si bien una distribución ponderada por clase de activos reduce de forma sustancial la volatilidad con respecto al grueso de índices, supone, también, renunciar a poca rentabilidad. Una muy buena lectura para cubrir una parte del instrumental teórico que debería de tener cualquier buen asesor financiero. ●

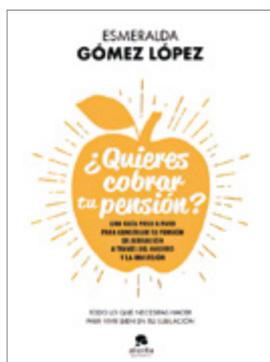
Planificación e interés compuesto

→ *¿Quieres cobrar tu pensión?*

Esmeralda Gómez. Alienta Editorial.

CON ESTE TÍTULO tan sugerente, **Esmeralda Gómez**, matemática, experta en finanzas cuantitativas y una apasionada de la libertad financiera, nos propone un didáctico texto lleno de recursos para el inversor novel para tomar el control de sus finanzas personales. El punto de partida es relativamente fácil de entender: el sistema de pensiones está abocado a una

crisis irremediable debido a cambios demográficos y a una deuda impagable que se cierne como una espada de Damocles sobre el poder adquisitivo de los pensionistas del mañana. Ya a día de hoy, se estima que un 40 por ciento de los pensionistas tiene problemas para llegar a final de mes, y eso que nuestro sistema es de los más generosos de Europa. Para evitar esto, necesitamos



un mínimo de cultura financiera, planificación y poner a funcionar cuanto antes la magia del interés compuesto. Con libros como el de Gómez ya no hay excusas para no disponer de un mínimo instrumental de planificación financiera.



LAS JORNADAS EFPA 2021 SE CELEBRARÁN EL 5 Y 6 DE OCTUBRE

Preparados para asesorar en la recuperación

Los días 5 y 6 de octubre de 2021, EFPA España celebrará unas Jornadas de Asesoramiento Financiero en formato mixto telemático y presencial bajo el epígrafe "Asesorando hacia la recuperación". Por **BEATRIZ JURADO**.

E **FPA España** celebrará unas jornadas nacionales de asesoramiento financiero este próximo mes de octubre 2021 en formato híbrido. Habrá un cierto aforo presencial para cada uno de los días y se retransmitirá por *streaming* para todos los miembros certificados de la asociación. El evento contará con un importante despliegue de medios técnicos que harán que la percepción del asistente telemático desde sus pantallas sea más real y cercana. "Tanto la dirección como el equipo de EFPA España, estamos enormemente orgullosos de invitar y hacer partícipes a todos nuestros asociados y entidades colaboradoras de este nuevo encuentro, justo al iniciarse la, esperemos, sólida recuperación económica", cuenta Mónica Cosano, responsable de comunicación de la asociación.

Según Santiago Satrustegui, presidente de EFPA España, "se espera que estas jornadas sean las últimas que tengan que celebrarse en formato mayormente telemático, tras posponer, debido a la actual crisis sanitaria, el congreso bienal de la asociación, EFPA Congress, que finalmente se celebrará en Madrid, en el mes de mayo de 2022."

El objetivo de estas Jornadas de octubre es reunir a importantes expertos del sector financiero y a portavoces de las principales gestoras nacionales e internacionales como entidades colaboradoras de la asociación. "Desde EFPA, consideramos fundamental el ofrecer este tipo de jornadas de asesoramiento a nuestros asociados. El asesor actual debe estar



SANTIAGO SATRÚSTEGUI

[Presidente de EFPA España]

"Queremos convertir esta jornada en un verdadero homenaje a la figura de los asesores financieros, por su contribución acompañando y tranquilizando a los clientes en situaciones límite como las vividas en el último año de crisis del Covid-19."



ANDREA CARRERAS-CANDI

[Directora de EFPA España]

"Con la celebración de eventos como estas jornadas, EFPA España facilita formación continua anual a sus miembros certificados."

en continua evolución, adaptándose a los cambios e incorporando nuevas habilidades, especialmente ante la etapa de reactivación que se inicia”, explica Xavier Nicolás, presidente del Comité de Servicios a Asociados de EFPA España.

Estas jornadas contarán con diferentes mesas de debate en las que se abordarán temas centrados en cómo afrontarán los asesores la etapa de recuperación económica y de normalización. Entre otras, la situación de los clientes tras la crisis, cómo conviven en el escenario actual el asesoramiento digital con el presencial, cómo se configurará la economía post pandemia, las nuevas tendencias inversoras que surgen tras la crisis, el papel que jugarán los asesores financieros en este futuro inmediato y los próximos retos de la profesión de asesor financiero.

Más de 1.500 conexiones en directo

“El asesor financiero debe contar con todas las herramientas tecnológicas que le permitan un mayor y mejor conocimiento del cliente y de los productos. Es una necesidad y una obligación el formar al cliente en un ahorro sostenible e inteligente, y hacer un esfuerzo importante para acercar el ahorro, los mercados y las estrategias de inversión a las nuevas generaciones”, señala Susana Criado, periodista especializada en finanzas y colaboradora habitual de la asociación.

Andrea Carreras-Candi, directora de EFPA España, explica que estas jornadas, se celebrarán en horario de tarde y será el acto más importante de EFPA España en este 2021. “Además, pensamos que será uno de los últimos eventos mayormente online durante este año para así dar paso a eventos presenciales”. El evento se celebrará en Barcelona y será presentado por Angel Pons, periodista y presentador de TVE.

El martes día 5 se iniciará la jornada con una bienvenida por parte del presidente de EFPA España, Santiago Satrustegui. El segundo día la bienvenida irá a cargo del vicepresidente de la asociación, José Miguel Maté, para introducir al tema “Los asesores EFPA, claves en recuperar el optimismo”.

Como ponentes destacados figuran José García Montalvo, Catedrático de Economía de la Universidad Pompeu Fabra; Domingo José García Soto, director del Servicio de Estudios de BME; Tino Prat, empresario



MÓNICA COSANO

[Responsable de comunicación y eventos EFPA España]

“Los próximos 5 y 6 de octubre contamos con los miembros certificados para seguir sumando profesionalidad gracias a su dedicación e implicación con el cliente para debatir sobre los grandes temas de interés para la profesión.”



XAVIER NICOLÁS

[Presidente comité de servicios EFPA España]

“Los asesores financieros son la piedra angular donde los clientes se apoyan, buscan consejo y, en definitiva, depositan su confianza, por eso es fundamental el desarrollar y ofrecer este tipo de jornadas.”



SUSANA CRIADO

[Periodista especializada en inversión y finanzas]

“La labor de EFPA España con la organización de estas jornadas es necesaria, imprescindible y clave para formar mejores asesores financieros y aumentar la calidad de la educación financiera en España.”

y mentor internacional del Instituto Wang; y Helena Torras, ejecutiva, emprendedora y Business Angel, CEO de PaoCapital. Representantes de **Banco Mediolanum, Jupiter AM, Janus Henderson, Vontobel, Schroders, JP Morgan, Aberdeen y Amundi**, patrocinadores de las jornadas, participarán en estos debates.

Durante los dos días del evento se esperan, al menos, 1.500 asistentes vía conexiones en directo, y la asistencia a cada uno de los dos días será válida por dos horas de formación para la recertificación EIA, EIP, EFA y EFP.

“Ofrecer el mejor servicio al profesional certificado en esta ‘nueva normalidad’ forma parte del #compromisoEFPA a la hora de formar a los miembros certificados de la asociación”, comenta Mónica Cosano, responsable de comunicación de la asociación. ●

L **La nueva certificación** EFPA ESG *Advisor* tiene un reconocimiento y una validez de carácter europeo de EFPA, y está concebida y planteada para asesores y planificadores financieros que quieran acreditar conocimientos sólidos en esta materia. También, como mecanismo para adquirir las competencias imprescindibles exigibles en el entorno financiero cada vez más enfocado a la sostenibilidad.

La primera prueba se realizó en formato *online* mediante la utilización de la plataforma de exámenes de EFPA España, que se viene usando en los exámenes correspondientes a las diferentes cualificaciones profesionales de la asociación desde que se inició la situación de pandemia.

El examen consistió en una prueba de 30 preguntas con respuesta múltiple y los candidatos dispusieron de 60 minutos para contestar. “Como en todos los estándares que aplica EFPA España, en el examen se incluyeron preguntas relativas a los módulos del programa oficial de la certificación ESG *Advisor*, con una adecuada ponderación de los distintos niveles taxonómicos de conocimiento, análisis y aplicación que se describen”, cuenta José Manuel Ortiz, presidente del Comité de Acreditación y Certificación de la asociación. De este modo, se garantizó que los candidatos pudieran demostrar un grado suficiente de asimilación de conocimientos y competencias en la materia relativa a las finanzas sostenibles,

NUEVAS PRUEBAS EN SEPTIEMBRE Y DICIEMBRE

EFPA ya tiene los primeros certificados ESG

EFPA España dispone ya de los primeros certificados EFPA ESG *Advisor*, una certificación que ofrece una visión integral en el ámbito de la sostenibilidad financiera. La primera prueba se celebró el pasado marzo en formato *online* y concurrió cerca de un centenar de candidatos. Por **RUT VALLS**.

Opinión asociados



GERMÁN GARCÍA
(Acacia Inversión)

“Espero que esta nueva certificación se convierta en un referente

profesional que ayude a entender qué significan y cómo se deben aplicar los criterios ESG en el mundo de inversión”.



MARÍA REYES BARQUERO JIMÉNEZ
(EFA) (Caser Asesores Financieros)

“Parte de lo que pretendía con la certificación ya lo

he conseguido, que es un conocimiento exhaustivo y adquirir las competencias adecuadas para poder asesorar con criterio a mis clientes”.



así como su aplicación práctica en el contexto del asesoramiento y la planificación financiera.

Para Esperanza González (EFA), socia de Arfina Capital y una de las candidatas presentadas a esta primera convocatoria, “el examen me pareció difícil, pero pude responder gracias al tiempo dedicado a la amplia lectura de diferentes informes y análisis de sostenibilidad”. Algo semejante opina Germán García, responsable de Asesoramiento y Planificación de Acacia Inversión: “El examen fue algo más complicado de lo que creía, aunque el haber realizado el curso preparatorio ayudó. Animo a que los asesores se presenten para completar su

Los exámenes realizados en formato *online* se desarrollaron con normalidad, sin incidencias, a través de la plataforma que dispone EFPA España y que se ha usado ya en los exámenes correspondientes a las diferentes acreditaciones.

formación de asesoramiento financiero con las particularidades ESG”.

Por su parte, María Reyes Barquero (EFA), asesora financiera de Caser Asesores Financieros, afirma que “llevaba muy bien preparado el temario. Fue exigente, como entiendo que debe ser al tratarse de una certificación con reconocimiento y validez europea y que versa sobre un tema tan importante y actual como son las finanzas sostenibles y la incorporación de los criterios ESG para incrementar el compromiso del sector financiero con el

cumplimiento de los objetivos de sostenibilidad”.

En cuanto a los candidatos presentados en la primera convocatoria, un 47 por ciento, eran profesionales de entidades de crédito; un 27 por ciento, profesionales integrados en sociedades gestoras, aseguradoras y empresas de servicios de inversión; y un 26 por ciento profesionales independientes. “Estos datos nos hacen ser optimistas en cuanto al perfil del profesional interesado en la certificación de EFPA España”, señala Ortiz.

Resulta muy positivo la heterogeneidad de los candidatos presentados, porque indica el alto interés que la certificación está teniendo →→→



JESÚS ALLUÉ
(EFP) (Banc Sabadell)

“En nuestro sector, creo que todos estamos de acuerdo en que la clave es formación,

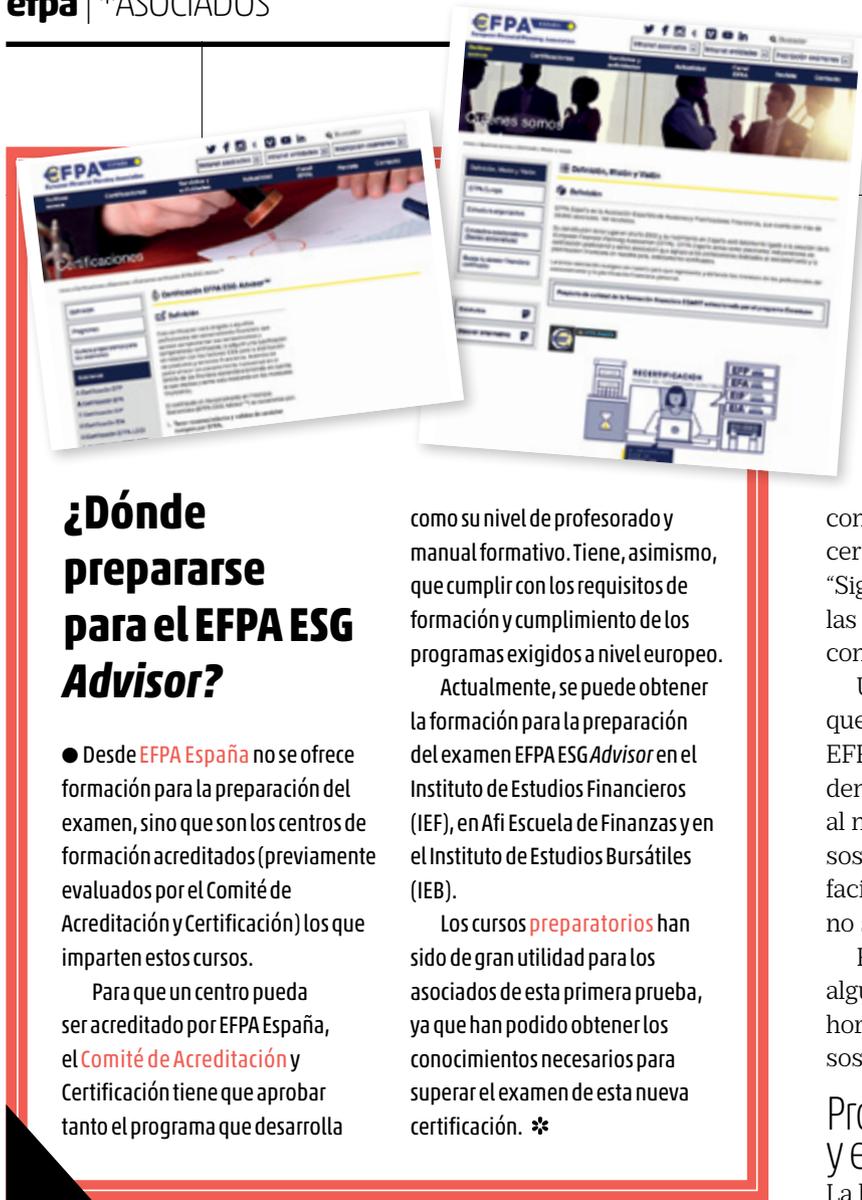
formación y formación. Mi recomendación, sin duda, es sacarse la certificación”.



ESMERALDA GONZÁLEZ
(EFA)

“Esta certificación me ha aportado una buena preparación y espero, a partir de

su obtención, poder comprender con gran profundidad todo lo relacionado y vinculado con los criterios ESG”.



¿Dónde prepararse para el EFPA ESG Advisor?

● Desde EFPA España no se ofrece formación para la preparación del examen, sino que son los centros de formación acreditados (previamente evaluados por el Comité de Acreditación y Certificación) los que imparten estos cursos.

Para que un centro pueda ser acreditado por EFPA España, el Comité de Acreditación y Certificación tiene que aprobar tanto el programa que desarrolla

como su nivel de profesorado y manual formativo. Tiene, asimismo, que cumplir con los requisitos de formación y cumplimiento de los programas exigidos a nivel europeo.

Actualmente, se puede obtener la formación para la preparación del examen EFPA ESG Advisor en el Instituto de Estudios Financieros (IEF), en Afi Escuela de Finanzas y en el Instituto de Estudios Bursátiles (IEB).

Los cursos preparatorios han sido de gran utilidad para los asociados de esta primera prueba, ya que han podido obtener los conocimientos necesarios para superar el examen de esta nueva certificación. ✱

poder comprender con gran profundidad todo lo relacionado y vinculado con los criterios ESG, poder seguir adquiriendo especialización y, por último, poder colaborar con mayor preparación y conocimientos en cada labor profesional que pueda realizar”. María Reyes Barquero considera, por su parte, que se ha cumplido

con buena parte de lo que pretendía con la certificación tras haber superado la prueba: “Significa adquirir el conocimiento exhaustivo y las competencias adecuadas para poder asesorar con criterio a mis clientes”.

Una vez superado el examen, todos aquellos que dispongan de algún certificado previo de EFPA España (EIA, EFA o EFP) deberán aportar, dentro de las horas exigidas según el certificado, al menos 3 horas de actualización en finanzas sostenibles. La asociación se compromete a facilitar esta formación a través del aula virtual y no se debe abonar ningún cargo adicional.

Para todos aquellos que no dispongan de algún certificado previo de EFPA, se exigirán 8 horas de formación continua anuales en finanzas sostenibles y deberán abonar una cuota anual.

Próximas convocatorias y el EFPA ESG Expert

La buena aceptación que está teniendo en el mercado la nueva certificación se materializó en un incremento considerable de las solicitudes recibidas de nuevos candidatos para la convocatoria del 8 de julio de 2021, con más de 300 personas inscritas. José Manuel Ortiz transmite, además, el buen retorno que está llegando “desde las entidades financieras, los profesionales y los propios asociados”. Para este año, hay previstas otras dos pruebas más, el 23 de septiembre y el 9 de diciembre.

Es notable la consideración de los asociados de EFPA España en cuanto a la importancia de la formación continua y, en este caso, cobra especial relevancia el adquirir conocimientos sobre la integración de los criterios ESG en el mundo financiero. Por esa razón, desde la asociación se está trabajando en una certificación en ESG de mayor nivel, el EFPA ESG Expert. ●

→→→ en los profesionales de las diferentes entidades que operan en el sector financiero.

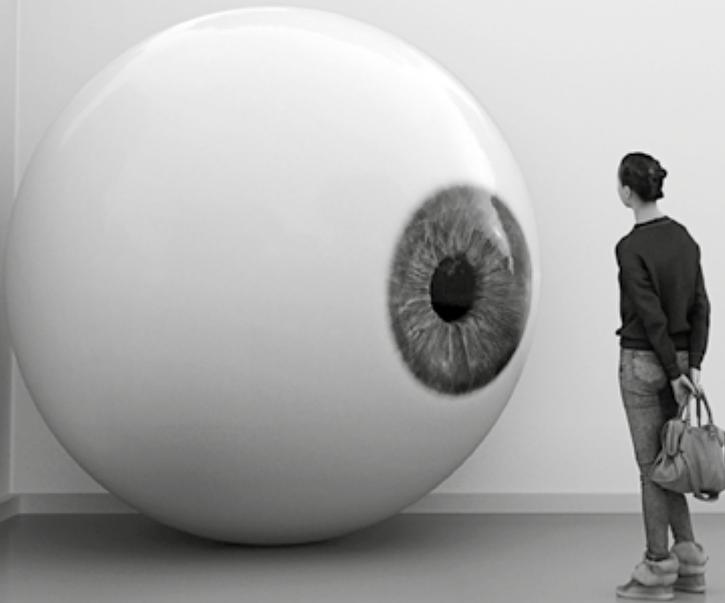
“Todo lo relacionado con ESG está tomando una importancia cada vez mayor, tanto en las inquietudes de nuestros clientes en su aspecto inversor como de las nuevas regulaciones y productos en el mercado. Los webinars sobre el tema y artículos varios te dan una idea que no es muy profunda. Por eso, una certificación específica en ESG me pareció muy interesante”, cuenta Jesús Allué (EFP), Gestor de Banca Privada en Banc Sabadell de Andorra y asociado de EFPA España que ya cuenta con la nueva certificación.

Esmeralda González subraya que “esta certificación me ha aportado una buena preparación. Espero, a partir de su obtención,

Vontobel

¿Buscar mejores rendimientos implica perder calidad crediticia?

Renta fija sin ideas fijas



Nuevas ideas y nuevas perspectivas



Conocer más:
vontobel.com/fi2021

Asset Management



EUROPEAN FINANCIAL PLANNER (EFP), UNA OPCIÓN ESENCIAL

EFP, acreditación de presente y de futuro

La Planificación Integral se impone entre los profesionales que en mercados consolidados, como lo es ya el español, aspiran a ser un referente más allá del asesoramiento financiero. La acreditación del planificador financiero debería responder a los requerimientos de aquel país en el que va a desarrollar su labor. Por **PABLO LARRAGA**.*

**Director del Máster en Finanzas y del Programa de Planificación Financiera del IEF.*

Cuando supe que EFPA España ponía en marcha el EFP (European Financial Planner) como nueva acreditación en 2010, pensé que debía predicar con el ejemplo y presentarme a ella. Poseer el EFP es situarse en la cúspide de las acreditaciones financieras de EFPA España y, además de un signo de prestigio profesional, es justificar haber pasado unas pruebas rigurosas normalmente acompañadas de una experiencia y un bagaje de éxito profesional.

Es cierto que, en la actualidad, la acreditación EFP no es requerida de forma obligatoria en cumplimiento de MiFID II, pero probablemente quienes abordan su obtención no están pensando en el cumplimiento de un requisito de obligatoriedad, sino en la búsqueda de la excelencia profesional.

Actualmente, EFPA España cuenta con 750 certificados EFP, de los cuales el 36% son mujeres y el 64% restante hombres. Si se considera que el número de afiliados en

EFPA España se sitúa en torno a 35.000 profesionales, es fácil imaginar la previsible capacidad de crecimiento que dicha acreditación puede tener en los próximos años.

En Estados Unidos y en otras partes del mundo existe la acreditación CFP equivalente a nuestra EFP, pero la pregunta es si tiene mucho sentido que un planificador financiero español obtenga una certificación CFP con aspectos legales generales, derecho sucesorio, planificación fiscal y requerimientos éticos vinculados con la normativa norteamericana.

Cuando hacemos referencia a planificación financiera, no nos estamos quedando en lo que podría ser la digna e importante actividad de banca personal o banca privada, y ni siquiera pretendemos mantenernos en la planificación estricta de las inversiones, seguramente sería mejor tomar como referencia los anglicismos *wealth management* o *wealth planning* que nos llevarían a traducirlo →→→

JOSÉ MARÍA MONTALVO GONZÁLEZ (EFP)

[Director de Banca Privada de Sabadell Urquijo en Oviedo. Delegado de Servicios de EFPA España en Asturias]



“La certificación EFP supone la excelencia en nuestro trabajo, ya que engloba todas las materias necesarias para la planificación del patrimonio de un cliente. El examen es muy completo, tanto la parte teórica como la práctica, con el desarrollo de un supuesto que es un compendio de todas las materias vistas en el curso. Sin una preparación específica y unos conocimientos firmes, es difícil aprobarlo. Lo preparé durante 9 meses con el IEF (Instituto de Estudios Financieros), con un grupo de unos 15 compañeros de Sabadell Urquijo Banca Privada, con clases presenciales y ejercicios online. Tengo un gran recuerdo de los profesores y compañeros”.



NÚRIA SANLLEHÍ ESCARTÍN (EFP)

[Banquera Privada en BBVA]

“La certificación EFP te ayuda a tener una visión global del patrimonio del cliente, valorando su patrimonio personal, familiar y empresarial, posibles herencias y objetivos económicos de vida. También a obtener mayor competencia para poder desarrollarte en

el mundo de la Banca Privada. Requiere organización y planificación de agenda tanto a nivel personal como profesional, pues la dedicación durante este periodo es muy intensa. Una vez alcanzado el objetivo, vale la pena dicho esfuerzo. Lo repetiría”.

ENRIQUE JUAN DE SENTMENAT DE SOÑOA (EFP)

[Asesor Senior Banca Privada en Banca March. Delegado de servicios de EFPA España en Baleares]



“Una buena palabra que resume la certificación EFP es completa, ya que abarca gran parte de los activos y preocupaciones de un patrimonio familiar. La preparación para esta certificación cambia la manera de pensar y afrontar la gestión de patrimonios. Requiere de mucho esfuerzo, seguir una planificación estricta de las sesiones de estudio y afrontar el día a día como un paso más en un camino muy largo hasta donde queremos llegar. Es una acreditación que marca la diferencia y merece la pena todo el sacrificio”.

El EFP en el origen de efpa y en su probable futuro

Por Josep Soler

● Cuando a finales de los años 90 un grupo de formadores en banca y finanzas de diversos países vimos acercarse la regulación en asesoramiento financiero a nivel europeo, creímos que se hacía necesaria una alternativa europea al CFP (Certified Financial Planner), la certificación norteamericana otorgada por el FPSB, una compañía privada radicada en Denver, Colorado, y que ya estaba establecida en muchos países.

Pensamos en constituir una asociación que certificara a los profesionales de la gestión patrimonial y la planificación financiera personal en Europa de una forma mucho más próxima al modelo y a la regulación de la Unión Europea. Nuestro objetivo inicial se centraba sobre todo en lanzar el EFP (European Financial Planner) y solo empezamos a pensar en el EFA (European Financial Advisor) como un primer paso parcial para la que pensábamos sería la certificación mayoritaria, la EFP. Más tarde vimos que la estructura fuertemente bancarizada europea, la falta de tradición e implementación del “financial planning”

en la mayoría de los países del continente y la futura regulación que se entreveía, hacía más importante dar mayor relevancia inicial al EFA, mientras se asentaba la profesión.

Pero han transcurrido ya 20 años. Las acreditaciones de asesoramiento como EIP, y EFA se han convertido tras MiFID II en “de obligado cumplimiento”. Mientras tanto, el sector financiero y la banca están en un proceso de transformación más intenso que nunca. El EFP, y los conocimientos y competencias que integra, se vislumbra como trascendental en un futuro sector financiero, en el que la digitalización, la regulación y la competencia situarán al asesoramiento integral que implica el “financial planning” como un potentísimo elemento diferenciador y de personalización del servicio. Todo ello situará al EFP como un requerimiento esencial para todos los asesores que están ostentando ahora un EFA o incluso un EIP, más cercanos de lo que parece a alcanzar la más alta designación profesional. Probablemente solo les separa su propia determinación personal. ✨

→→→ directamente como gestión o planificación patrimonial integral.

La planificación financiera o patrimonial integral es un conjunto de actividades de carácter organizativo, porque planificar es organizar y organizar suele ser lo contrario de improvisar. Al pretender que la planificación sea integral, deben fijarse objetivos, plazos, presupuestos, así como medición y control de las decisiones tomadas y resultados obtenidos.

Sin ánimo de ser exhaustivo, la planificación integral se ubica en los siguientes ámbitos generales y específicos:

- Gestión del conjunto de objetivos de la planificación financiera.
- Diseño de inversiones financieras e inmobiliarias en el contexto adecuado del binomio rentabilidad-riesgo según perfiles inversores, con posibilidad de incorporar otras inversiones alternativas.
- Planificación de la jubilación y de posibles cambios profesionales.
- Planificación fiscal integral y optimización de la planificación sucesoria.
- Servicios de protocolo familiar en un contexto empresarial.
- Nacimiento de hijos, estudios o viajes para diferentes componentes de la familia.
- Planificación aseguradora, de la salud y cobertura médica.
- Planificación matrimonial y asunción de situaciones de divorcio sobrevenidas.
- Cumplimiento de objetivos específicos de carácter económico, patrimonial y logístico, y su permanente reconsideración y ajustes

La planificación integral desarrollada en banca, empresas de asesoramiento financiero o servicios de “family office” integrados en organizaciones jurídicas o de consultoría, es una profesión de presente, pero, sin duda, alguna también es una profesión de futuro, totalmente adecuada para profesionales con ambición legítima de desarrollar nuevas actividades de asesoría y planificación con prestaciones muy cualificadas y, por supuesto, con la certificación acreditativa de dichas cualidades. ●



MERITXELL GABRIEL ATIENZA (EFP)

[Técnico del departamento de Planificación Patrimonial de VallBanc – Andorra]

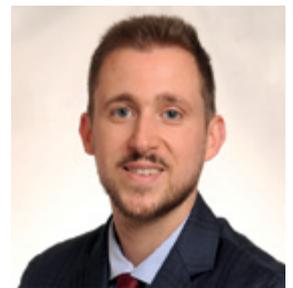
“La certificación EFP me ha ayudado a enlazar los conocimientos financieros con los objetivos de los clientes proporcionando soluciones personalizadas y a medida. Esta certificación aporta unos conocimientos específicos en muchos ámbitos (financiero,

legal, fiscal, sucesorio...) que permiten detectar las necesidades de los clientes y encontrar soluciones a medida”.

SALVADOR JUAN SANTAMARÍA (EFP)

[Asesor Previsión en el Segmento de Banca Privada de Vidacaixa]

“La diferenciación en un sector tan competitivo como es el financiero, que actualmente se encuentra inmerso en un cambio estructural de no retorno por la situación de los tipos de interés obliga a un cambio de mentalidad de ahorradora a inversora. La profesión de planificador financiero permite volver a los orígenes de las necesidades reales de los clientes con la misma estructura empleada por países como Reino Unido, EE. UU. y Holanda, países con mucha experiencia en el ahorro financiero a largo plazo. La certificación EFP es una apuesta segura para aportar mayor valor añadido con los clientes en todo tipo de situaciones. La distinción es importante en un sector tan competitivo como es el financiero. Más que dificultad, pienso que requiere de cierto nivel de disciplina, motivación y perseverancia para poder compaginar la preparación del examen con la actividad profesional”.



IVONNE POUSA ALONSO (EFP)

[Manager Territorial de Banco Mediolanum en toda la zona Norte]

“La certificación EFP la veo imprescindible para un planificador financiero personal. Somos como un médico de cabecera que luego derivamos al especialista. Hay una doble ventaja: es una tranquilidad para el cliente,

que cuenta con un profesional muy preparado que está atento a cualquier variación de las circunstancias personales. Además, se construye una relación de largo plazo que beneficia tanto al cliente como al asesor. Todos los casos prácticos que tiene el examen es algo que hacemos día a día como asesores financieros. supone un conocimiento más profundo de la planificación financiera. Es un orgullo poder ayudar a los clientes, sobre todo en momentos donde se gestiona temas sensibles como el tema sucesorio”.

nombramientos



Este viaje sí que es un reto

Para **Susana Montaner** (EFA) la lectura, el deporte, la montaña y disfrutar de la familia y la vida es tan fundamental como viajar, cada vez que puede, para enriquecerse y vivir una nueva aventura. Estudió como primera carrera Administración y Dirección de Empresas y

eligió la especialización en finanzas. Se licenció en Derecho con el mérito y esfuerzo de haberlo conseguido estando ya trabajando, proceso del que dice, sin embargo, haber disfrutado mucho.

Comenzó a trabajar como auditora en PwC, especializándose en el sector

industrial y de consumo. Después de varios años, pasó al mundo financiero a través de la banca privada en Merrill Lynch, donde estuvo hasta 2006. Poco después, entró a formar parte de **Lombard Odier** (LO) en España y vio como su carrera profesional se repartía entre Barcelona y Madrid.

Tras 15 años de experiencia en el sector, Susana ha sido nombrada directora general de LO Gestión en España. Con la marcha del anterior director general, la propusieron como candidata a la posición y, tras un largo proceso, logró los apoyos por parte de la Dirección en España y del Grupo Internacional. Para ella, es un orgullo contar con el respaldo del Grupo, de sus compañeros y con el reconocimiento a muchos años de trabajo. Un reto y una responsabilidad que afronta con mucha energía y ganas de que sea un éxito. ✨

El financiero que derrotó al juez

● **ÁLVARO MENÉNDEZ** (EFA) quería ser juez, pero cuando cursaba el segundo año de carrera se dio cuenta de que donde realmente disfrutaría sería en el mundo de las finanzas.



Comenzó su carrera profesional en 2008, con el estallido de la crisis, en la gestora del Banco Espíritu Santo, y, un año después, surgió la oportunidad de incorporarse a **Abante** con un proyecto y un modelo que le cautivó. Ahora, afronta un nuevo reto como socio de la compañía "con una gran responsabilidad y exigencia, pero con mucha ilusión de seguir sumando". Su pasión es su mujer, Beatriz; su debilidad, su hija Carlota.

De político/sociólogo a asesor financiero

● Apasionado del deporte y el ajedrez, **JAVIER FANO** (EFA) se ha convertido en el nuevo responsable de zona Levante de **Banco Mediolanum**, tras más de 20 años de experiencia en el sector de la banca. Licenciado en Ciencias Políticas y Sociología por la Universidad de Deusto, parecía que el camino profesional que iba a emprender le llevaría hacia la política y la sociología, pero, finalmente, su vida se orientó al asesoramiento financiero.



Ha sido responsable de la red de Family Bankers del País Vasco durante siete años y, en 2015, asumió la responsabilidad de dirigir la zona sur del país.

Ahora, afronta el nuevo reto con mucha ilusión y sentido de la responsabilidad "a partes iguales". Se siente muy afortunado de poder desarrollar una actividad que le permite influir de forma positiva en la vida de los demás.

nombramientos



La pasión por la Banca desde niño

● **Luis Valero** (EFA) barcelonés, residente en varias ciudades catalanas a lo largo de su vida, padre de una niña y apasionado del mar y de la compañía de su gente querida, es licenciado en Administración y Dirección de Empresas. Desde muy pequeño, siente un gran interés por el mundo financiero. Cuenta que pidió a los Reyes Magos un juego de Bolsa y que le “encantaba” ser la Banca.

Mientras cursaba sus estudios, sus primeros pasos en el mundo laboral fueron realizando suplencias en entidades financieras. Pasó por Caixa de Pensiones, Banco Popular y Talenta Gestión. En esta última, ayudando a sus accionistas a formar la actual Talenta Gestión SCIIC desde el inicio.

Actualmente, afronta el nuevo reto como CFO-COO en **inbestMe** con orgullo y con mucha ilusión. Luis Valero intenta no pensar demasiado en el futuro lejano sino dar pasos en el corto plazo, aunque se imagina seguir trabajando en inbestMe, que, sin ninguna duda, cree que se va a convertir en una de las mejores empresas Fintech, ofreciendo múltiples servicios a clientes, y facilitándoles su vida financiera.

Con profundos valores y altas responsabilidades

● **JAVIER ALONSO** (EFA), madrileño, apasionado de la naturaleza y de los deportes, se licenció en Economía por la Universidad Autónoma de Madrid motivado por su hermano y su tío, que estudiaron económicas. Comenzó a trabajar en CECA, en el departamento de valores internacionales, pero fue en **Abante** donde más creció profesionalmente tras 14 años ligado a la entidad. Considera muy importante que en su compañía se revise anualmente el desarrollo profesional de los empleados y



está convencido de que ello le ha permitido convertirse ahora en socio de la entidad.

Aunque no se planteó dedicarse a otra cosa, hay algo que admira profundamente y que hubiera sido muy bonito para él: ser profesor de educación infantil. En un futuro, se ve trabajando donde está ahora, con los valores en los que cree y adquiriendo más responsabilidades. El tiempo libre lo dedica a su familia y a realizar todo tipo de actividades con ellos.

La filosofía como herramienta para analizar fenómenos económicos

● **FRANCISCO ROMERO DE ASÍS** (EFA), malagueño, padre de tres hijos y autor del libro “Sé educado con tu dinero”, se licenció en Filosofía en la Universidad de Málaga. Filósofo e interesado por la Economía, descubre cada día muchas conexiones entre esos dos mundos y encuentra imprescindible conocer la historia del pensamiento para tener una distancia crítica y una perspectiva independiente con las que analizar fenómenos económicos.



Empezó su carrera profesional en 2005 y, actualmente, afronta su incorporación a la red de agentes de **Caser Asesores**

Financieros con mucha ilusión, sobre todo, por la voluntad de convertirse en un inmejorable compañero de viaje del cliente. Para Romero, la divulgación de la cultura financiera es una cuestión fundamental, por eso, imparte clases de educación financiera como voluntario en el programa EFPA. Lector voraz, apasionado de la escritura y de pasar tiempo con sus seres queridos, espera seguir muchos años más en este sector.



Un embajador de las amplias necesidades de sus clientes

● **ALVARO MUS** (EFA) es mallorquín y un auténtico cosmopolita que ha vivido en Londres, Cambridge, Bruselas, Luxemburgo, Nueva York o Madrid. Estudió *International Business* en la Universidad Metropolitana de Londres para, posteriormente, pasar por grandes entidades internacionales como Deutsche Bank, UBS o BNP Paribas.

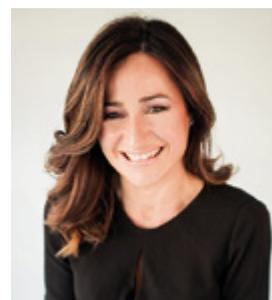
Con el tiempo, se especializó en aportar servicios de asesoría patrimonial típicos de entornos *Family Office*, convirtiéndose en un "delegado" o "embajador"



capaz de entender las necesidades de los clientes en todas las vertientes de su patrimonio. La aportación de

valor y el proceso de empatía y resolución de los conflictos o las metas del grupo familiar son los cometidos favoritos de su trabajo, aunque con lo que realmente disfruta es con la cotidianidad de la vida en compañía de su familia.

Reconoce que es feliz preparando una paella para su mujer y sus padres. Tiene un hijo de dos años y una hija de seis meses, y, actualmente, afronta su reciente incorporación como banquero en **Beka Values**, una nueva banca privada con valores, que le exige una fuerte implicación en el montaje del proyecto y un cambio, sin duda, en la manera de hacer negocio.



El espíritu inconformista compartido

● **ANA BARCENA** (LCCI), manejaba ya una calculadora cuando casi no sabía escribir, tal fue su temprano interés por las finanzas. Residente en Getxo (Bilbao) casi toda su vida, combina su vocación por el mundo financiero con otra pasión, el deporte: running de todo tipo, obstáculos, deportes acuáticos, bici, esquí, natación, yoga y, sobre todo, compromiso por su trabajo. Estudió Administración y Dirección de Empresas y la carrera de piano, y lleva toda su trayectoria profesional en la banca, con más de 22 años en el área de mercados. Ahora, se incorpora a **A&G Banca Privada** con ese mismo espíritu inconformista, que ha encontrado, también, en su nueva casa, y con la intención de terminar su carrera profesional en ella. Cuando llegó, le sorprendió gratamente la frescura y la profesionalidad de todos sus compañeros, valores con los que se siente totalmente alineada.

Una carrera con arte marcial

➔ **Carlos Ortiz** (EIP) bilbaíno arraigado, está casado y tiene tres hijas. Es un amante y fiel practicante de las artes marciales y del boxeo. Se licenció en Derecho por la universidad de Deusto y empezó su andadura profesional en PricewaterhouseCoopers, en el área legal de la firma. Entró a formar parte del equipo especializado en la asesoría legal para compañías en las ramas mercantil, laboral y administrativa.

En 2007, saltó a la Caja Rural de Navarra. Tras pasar 13 años como director de dos oficinas diferentes e implicado en el asesoramiento y la financiación para empresas de todo

tipo de sectores (principalmente, industriales), Ortiz sintió que necesitaba un cambio en el plano profesional, con un nuevo enfoque pero, sobre todo, con nuevos retos. Así llegó a **Acacia Inversión** que, en ese momento, se encontraba en proceso de búsqueda de profesionales. Ahora, acaba de ser nombrado nuevo gestor de patrimonios de la sociedad, lo que ha impulsado su ilusión y sus ganas de aprender.



Más asesoramiento en la salida de las crisis

JOSEP SOLER*



En el recuento inicial de daños producidos por el Covid-19 y, al contrario de lo que sucedió en la Gran Recesión inducida por la crisis 2007-2009, el sector financiero no aparece como un gran perjudicado, al menos, en el balance provisional actual.

Sin embargo, la aceleración de las tendencias y retos que ya estaban planteados, especialmente para la banca, en la última década y los todavía imprevisibles efectos del lógico aumento de la morosidad en los próximos meses y años, se están generando en la banca tradicional y, en cierta medida, en el resto del sector financiero incentivos para realizar fusiones, reducciones y ajustes de estructura, aumento de las provisiones, inversión acelerada en digitalización y otras lógicas reacciones para frenar la competencia que se atisba y el empeoramiento de la rentabilidad.

Tenemos sentimientos y estimaciones mixtas sobre lo que implicará para el asesoramiento financiero la crisis vivida y la post crisis que ahora encaramos. Ante todo, la aceleración de tendencias en forma de alargamiento de la época de tipos de interés nulos, el fortalecimiento de la regulación y los costes de cumplimiento, y el impacto digital que transforma los modelos de negocio y dispara la competencia, van a tener en la gestión patrimonial, banca personal y

privada y en el asesoramiento financiero impactos muy relevantes, como en el resto de servicios financieros. Tanto como amenazas o como oportunidades.

Sin embargo, hay algún elemento importante que puede posicionar al asesoramiento financiero en un estadio más positivo que la mayoría de los servicios o funciones financieras. Lo resumiré:

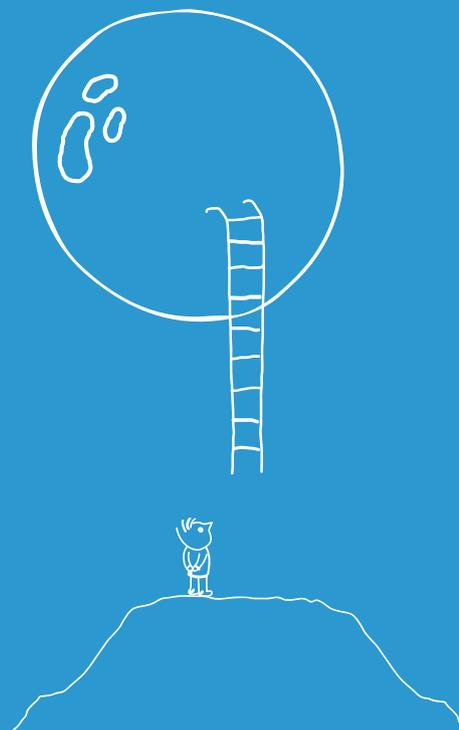
La digitalización ha incidido y ha mejorado en gran medida servicios de pagos y de movilización de efectivo, el acceso a créditos al consumo o de cuantía media y la contratación de productos y servicios y, por supuesto, el acceso a información. Sin embargo, el llamado “asesoramiento digital”, aunque permite a muchos disponer de una cierta asignación de activos y la contratación de productos de gestión pasiva con menores costes, está muy lejos de poder ser considerado un auténtico servicio de asesoramiento personal, como el que propugnamos desde EFPA profesionalmente.

Un ejemplo: es francamente alarmante percibir en qué forma dos “servicios” o prácticas financieras, el trading y las criptomonedas, están haciéndose un preocupante hueco en las prioridades y deseos de demasiados usuarios y ahorradores, que siguen sin diferenciar la especulación de la inversión. O, en otro extremo, observar que una mayoría sustancial del nuevo ahorro generado por prevención o por imposibilidad de gasto durante la pandemia ha acabado innecesaria y desafortunadamente en cuentas y depósitos destructores del poder adquisitivo de dichos ahorradores.

Son elementos que indican que se requiere más y no menos asesoramiento personalizado, y más y no menos asesores personales, crecientemente profesionalizados, y al rescate de errores que se multiplican con las crisis. ●



*Delegado ejecutivo EFPA España y editor de *Asesores Financieros EFPA*.



Para llegar a lo más alto hay que mirar más arriba

Ser los primeros una vez más significa que lo estamos haciendo bien. Seguimos siendo **el banco con los clientes más satisfechos de la banca española***.

Pero también sabemos que ser primeros es un reto constante. Debemos seguir trabajando para hacerlo aún mejor, porque es lo que merecen nuestros clientes. Clientes a los que acompañamos durante todo el Ciclo Financiero de la Vida, para que tomen las mejores decisiones.

Además, **de nuevo somos la primera entidad en satisfacción de los clientes con su gestor**, el profesional que los atiende y asesora, el Family Banker®. Con una puntuación de **8,97** puntos sobre 10, por encima de la media del sector*.

Gracias a todos nuestros clientes por confirmar un año más que otra manera de hacer banca es posible. Y a los que lo han hecho realidad: nuestros Family Bankers® y empleados.

*Según el estudio Benchmarking de Satisfacción de Clientes 2020, realizado por la consultora independiente Stiga que analiza las principales entidades bancarias en España. Family Banker® es una marca registrada de Banca Mediolanum S.p.A



Sigamos adelante juntos

Nuestra experiencia. Sus objetivos.
Diversas perspectivas, con la
mirada puesta en el futuro.
Descubra cómo acceder a todas
nuestras posibilidades en
inves.co/adelante

