

El ahorro y su canalización a través de los servicios de inversión

Autor 1: Manuel José de la Torre Medina
Tutor del Trabajo: José Antonio Fernández Gallardo

Resumen. *El creciente problema de la inflación y las comisiones del sector bancario hacen necesario proponer una alternativa para la canalización del ahorro de las familias. En este trabajo se estudia, en primer lugar, la importancia del ahorro y sus tipologías, se hace un análisis de sus motivaciones y condicionantes y se profundiza en el caso de España. Seguidamente, y tras exponer los problemas de la tendencia mayoritaria de canalizar el ahorro a través de efectivo y depósitos, se proponen como alternativas los servicios de inversión, en especial, los de asesoramiento financiero y gestión de carteras. Se expone su concepto y marco normativo, además de una profundización en sus formas y garantías. Por último, el análisis de la rentabilidad de los productos que mayormente vehiculizan estos servicios de inversión termina de probar la tesis de que estos constituyen una alternativa conveniente y deseable para canalizar el ahorro de las familias.*

Palabras clave. *Ahorro, inversión, inflación, depósitos, asesoramiento, gestión.*

Abstract. *The growing problem of inflation and banking sector fees make it necessary to propose an alternative for channelling household savings. This paper first studies the importance of savings and their typologies, analyses their motivations and determining factors and examines the case of Spain in depth. Then, after explaining the problems of the majority tendency to channel savings through cash and deposits, it proposes investment services as alternatives, especially financial advice and portfolio management. Its concept and regulatory framework are presented, as well as an in-depth analysis of its forms and guarantees. Finally, an analysis of the profitability of the products that are the main vehicles for these investment services concludes the thesis that they constitute a convenient and desirable alternative for channelling household savings.*

Keywords. *Savings, investment, inflation, deposits, advice, management.*

1 Introducción

El concepto de ahorro es, en esencia, guardar una parte de lo que se ingresa para gastarlo en el futuro. El desarrollo tecnológico y el cambio de paradigma del sistema bancario, junto con las crisis económicas y el consecuente desarrollo masivo de políticas monetarias de expansión cuantitativa dejan a los ahorradores en una posición delicada, en riesgo de perder gran parte del valor de sus ahorros por la inflación, un fenómeno esencialmente monetario. Los mercados financieros constituyen una gran oportunidad para salvaguardar ese valor en el tiempo, pero implican un riesgo y una necesidad de análisis que el ciudadano medio no posee, haciendo necesaria la intervención de un experto. Este hecho da lugar a los llamados servicios de inversión, cada vez más populares por ofrecer una gestión patrimonial que en los últimos años se ha vuelto accesible a prácticamente todo el público. Esta justificación da lugar a los 4 capítulos que componen este trabajo, con el objetivo de arrojar luz ante un problema tan común en la vida diaria de los ciudadanos como es el ahorro y la conservación del patrimonio.

2 Sobre el concepto de ahorro

El ahorro, como concepto, puede definirse de diferentes maneras que nos llevarán por el mismo camino. Se puede afirmar que es “la renuncia al consumo inmediato” (Huerta de Soto, 2011), o que es “la diferencia entre la renta y el consumo” (Mises, 2020). El ahorro tiene especial importancia en el sistema de producción capitalista, ya que es requisito necesario para la formación de capital (Bohm-Bawerk, 1998). Mediante la renuncia al consumo, las personas pueden ahorrar ese excedente no solo para comprar bienes de consumo -como vehículos, ropa, viajes o artículos de lujo- sino para fabricar bienes de capital; esto es, bienes que posibilitan la producción de bienes y servicios con una productividad mayor a la que conseguiría la mano del hombre sin estos bienes.

Ejemplo paradigmático, usado a lo largo de extensísima literatura económica para explicar la importancia de los bienes de capital, es el de Robinson Crusoe, un hombre que habitaba una isla resuelta y necesitaba recoger frutos para su subsistencia. Mediante el ahorro de frutos que recogió con sus propias manos, consiguió subsistir varios días sin la necesidad de recogerlos, tiempo que empleó en la fabricación de una vara que le permitía sacudir los árboles y recoger frutos con menos esfuerzo, aumentando su productividad.

Para entender qué modula el ahorro, nos remitimos a la teoría de la preferencia temporal. Esta teoría establece que el ser humano prefiere satisfacer sus necesidades o lograr sus objetivos cuanto antes. Esto se formula por primera vez en 1285 pero se desarrolla más tarde por autores de la escuela austriaca como Bohm-Bawerk y Mises. La teoría enuncia que el ser humano valora más los bienes presentes que los futuros, lo que hace que el ahorro se determine por la graduación de la preferencia temporal. Una preferencia temporal alta lleva a una mayor valoración de los bienes presentes, lo que resulta en menos ahorro, mientras que una preferencia temporal baja lleva a una mayor valoración de los bienes futuros, lo que resulta en más ahorro. La preferencia temporal se ve afectada por distintas circunstancias del entorno, como la renta, el nivel de desempleo y la coyuntura económica. Además, se refleja en el tipo de interés, ya que una preferencia temporal alta exige un mayor interés por renunciar al consumo inmediato.

En este trabajo, el concepto de ahorro siempre va referido al ahorro privado y familiar, esto es, el ahorro resultante de la toma de decisiones de consumo sobre unos ingresos por parte de los ciudadanos, no del Estado. El ahorro privado y familiar se puede dividir en dos tipos: ahorro en sentido estricto o atesoramiento, que se refiere a la retención de dinero o riquezas sin incidencia en la actividad económica, y ahorro invertido o inversión, que consiste en utilizar parte del dinero ahorrado para comprar activos con la esperanza de obtener una rentabilidad en el futuro. La distinción entre ambos tipos de ahorro es importante porque tienen diferentes fines y características. Invertir el ahorro implica convertir el ahorro en sentido estricto en ahorro invertido, es decir, depositar el dinero en activos financieros y tangibles.

En este sentido, es necesario hacer una enumeración de los términos que se van a seguir en lo sucesivo en este trabajo:

El esquema terminológico queda de la siguiente manera:

- Preferencia temporal: valoración de los bienes presentes sobre los futuros. Baja preferencia temporal implica una alta tasa de ahorro en sentido amplio.
- Ahorro en sentido amplio: diferencia entre el ingreso y los gastos de consumo. En adelante, nos referiremos a él simplemente como ahorro a secas.
- Ahorro en sentido estricto: parte ahorro en sentido amplio destinado al atesoramiento de dinero
- Ahorro invertido o inversión: parte del ahorro en sentido amplio destinado a su depósito en activos con riesgo.

3 Panorama general del ahorro privado. Referencia al caso español

Una vez aclarados los términos, es necesario hacer una fotografía del ahorro en España. Para ello, se explicará qué motiva a las familias a ahorrar, qué determina un mayor o menor nivel de ahorro -esto es, las causas sociológicas que modulan la preferencia temporal- y, por último, se procederá a explicar el problema de la

inflación y los depósitos a la vista que ya intuíamos en la introducción y que servirá para dar paso al tercer y más importante capítulo de este trabajo: los servicios de inversión como alternativa para la canalización del ahorro.

Tres son las motivaciones del ahorro familiar, según la clasificación de ARGANDOÑA (1994):

- a) Distribución de los recursos para el consumo a lo largo del tiempo.

Esta motivación responde a la consecución de objetivos vitales futuros, como puede ser la jubilación, el pago de los gastos educativos de los hijos, la compra de bienes duraderos, entre otros. Si algo hace preferir los bienes futuros sobre los presentes es que estos últimos estén cubiertos: una renta superior a la necesaria para satisfacer las necesidades presentes invita a guardar una parte de esta para satisfacer necesidades futuras.

- b) Solidaridad, manifestada en la transferencia de fondos a la siguiente generación.

Muchas veces, los ahorros se configuran como un fondo de cobertura familiar -por ejemplo, manifestado en forma de activos tangibles como inmuebles-. También puede existir este ahorro de forma sobrevenida, por muerte anticipada del ahorrador que en realidad lo quería para otros fines. El ahorro por este motivo es el menos representativo en España, ya que solo entre el 7 y el 8% de las familias españolas manifiestan que el legado sea su principal motivo de ahorro (Núñez-Letamendia, Sánchez Ruiz, & Silva, 2021).

- c) Precaución, o como fondo en caso de emergencia.

Por su propia naturaleza, esta motivación es la que lleva al ahorro en sentido estricto o atesoramiento, ya que el dinero es el activo más líquido que existe, y los fondos para emergencias requieren liquidez inmediata al poder ser necesarios de un momento a otro. Según una encuesta realizada por el Observatorio del Ahorro Familiar a una muestra de 1500 hogares españoles durante el mes de marzo de 2021, el 40% de los encuestados eligieron el motivo precautorio como primera opción y el 77% entre los tres más importantes (Núñez-Letamendia, Sánchez Ruiz, & Silva, 2021).

De otra parte, los determinantes más importantes del nivel de ahorro son los siguientes:

- a) Nivel de renta

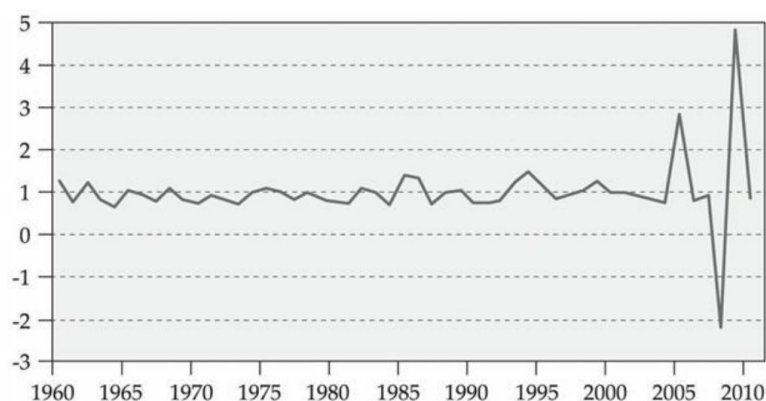
En rasgos generales y a nivel intuitivo, podemos considerar que un nivel mayor de renta facilita un mayor ahorro en términos absolutos y también permite, aunque no siempre sea así, una mayor tasa de ahorro.

Algunos autores consideraron que este factor era el que modulaba el nivel de ahorro. Así, Keynes decía que el ahorro dependía en esencia del nivel de renta, y un incremento en la renta implica un aumento del consumo, aunque en menor proporción (Keynes, 2006). Por tanto, la tasa de ahorro incrementa a la vez que lo hace la renta. Siguiendo esta lógica, las familias con un nivel de ingresos mayor deberían tener una mayor tasa de ahorro que aquellas con bajos ingresos.

No obstante, la renta no explica por sí misma en muchos casos la tasa de ahorro. En España, estudios demuestran que en la clase más desfavorecida un 9% de los hogares ahorra más del 25% de su renta disponible, a la vez que, en la clase más boyante, el 28% de los hogares manifiesta no ahorrar nada (Núñez-Letamendia, Sánchez Ruiz, & Silva, 2021).

En otros países, también se demuestra que la renta, a pesar de ser muy importante, no explica por sí misma el ahorro (Rallo, 2012). Entre 1960 y 2010 “la propensión marginal a consumir en EE.UU. (definida como la ratio entre el incremento del consumo personal y el incremento de la renta personal disponible) ha oscilado normalmente entre 0,6 y el 1,4, pero ha llegado a alcanzar los extremos de -2 y 4,7, aun cuando la ley psicológica fundamental de Keynes exigía que fuera positiva e inferior a 1” (Rallo, 2012).

Gráfico 1. Propensión marginal a consumir en EEUU.



Fuente: Juan Ramón Rallo (2012): Los errores de la vieja economía. Una refutación a la teoría general del empleo, el interés y el dinero de John Maynard Keynes (Pg. 102). Unión Editorial.

Por ello, al hablar del ahorro es muy importante diferenciar entre ahorro en términos absolutos - cantidad en unidades monetarias que una familia ahorra-, de la tasa de ahorro -porcentaje de renta destinada al ahorro-.

b) Crecimiento económico y crecimiento de la productividad

Una mayor productividad está asociada a un mejor nivel de salario y, por tanto, a una mayor capacidad de ahorro de las familias (Argandoña, 1994). Como dijimos antes, el ahorro es fundamental para la formación de bienes de capital, que a su vez incrementan la productividad y la producción. Podemos observar así que se forma una “espiral de crecimiento” en la que el ahorro es la parte nuclear de todo el proceso. En este sentido, varios estudios confirman una relación entre tasa de ahorro y crecimiento real per cápita (Loayza, Schmidt-Hebbel, & Servén, 2001).

En España, este determinante podría explicar en parte los malos datos de ahorro explicados antes. En 2017, la productividad total de los factores era un 10,5% menor que la de 1995 mientras que la UE la aumenta en un 4,5% (Fundación BBVA, 2019). Con la llegada de la pandemia, la productividad es un 6,6% menor que al inicio de la crisis (Faes, 2022) por lo que esta situación está empeorando.

c) Edad

La teoría del ahorro basada en el ciclo de vida predice que cuanto más edad tenga un individuo, más probable es que ahorre para la jubilación (DeVaney & Chiremba, 2005). Esto justifica que las personas comiencen a aumentar su tasa de ahorro conforme se va acercando la jubilación, y la disminuyan cuando esta ocurra, pues consumen su ahorro en complementar la pensión pública. No obstante, es posible que el ahorro en términos absolutos sea mayor en jubilados si sus pensiones le garantizan un mayor poder adquisitivo y finalmente no necesiten dicho complemento.

Estas decisiones de ahorro ocurren independientemente de la existencia o no de un sistema público de pensiones, ya que en cualquier caso siempre existe incertidumbre acerca de la suficiencia de una pensión pública para sufragar todos los gastos.

Esta afirmación se puede hacer más notable en España, donde existe una gran inseguridad respecto a la sostenibilidad del sistema de Seguridad Social. No obstante, sería lógico pensar que los planes públicos de pensiones desincentivan el ahorro para la jubilación.

d) Impuestos y regulación del mercado

Un mayor nivel de impuestos disminuye la tasa de ahorro, a todos los niveles. En los impuestos sobre la renta, la renta neta disminuye y las familias tienen menos capacidad para ahorrar ya que, como se ha afirmado, mayores

rentas implican mayor capacidad de ahorro y en muchos casos mayor tasa de ahorro. Los impuestos al patrimonio reducen los rendimientos que los propietarios puedan tener sobre sus propiedades, lo que en última instancia perjudica el crecimiento económico y fomenta el consumo sobre el ahorro (Instituto de Estudios Económicos, 2020). El impuesto sobre el ahorro actúa en la misma dirección, lastrando la capacidad e incentivos de ahorro de las familias y dificultando la consecución de objetivos vitales y la previsión económica ante un futuro incierto.

En sentido inverso, se puede afirmar que una reducción de impuestos y el impulso, en general, de políticas liberales fomenta el aumento del ahorro. La reducción de restricciones al comercio fomenta la creatividad empresarial y la acumulación de capital, puesto que es más fácil operar en un mercado liberal que en un contexto con tasas de entrada al mercado, burocracia y altos impuestos a la actividad empresarial -por ejemplo, impuesto sobre sociedades-.

España no sale muy bien parada en este aspecto. La presión fiscal en 2020 fue del 37,3% del PIB, la más alta del siglo XXI y una de las más altas de toda Europa (DatosMacro, 2020). Con las recientes subidas de impuestos, el esfuerzo fiscal (relación entre ingresos públicos y PIB per cápita en un ejercicio determinado) fue en 2021 un 11% superior a los niveles previos a la pandemia (Sánchez de la Cruz, 2022), lo que indica una menor capacidad de ahorro por parte de los contribuyentes, por todas las razones que se indicaron antes.

e) Educación financiera

Una mayor educación financiera propicia un mayor nivel de ahorro, tanto en términos absolutos como en la tasa de ahorro. Una buena educación financiera lleva asociada la conciencia de la importancia del ahorro para prevenir situaciones futuras, para garantizar un medio de vida o para la compra futura de bienes. No obstante, el nivel de ahorro en sentido amplio -parte de renta no consumida- está bastante relacionado con el conocimiento de los vehículos de inversión de los que se dispone para invertir ese ahorro. En España, un 76% del grupo con peor nota de competencias financieras no ahorra, por solo un 20% en el grupo de personas con mayor nota, estableciéndose en los demás rasgos una tendencia inequívoca de que, a mayor conocimiento financiero, más porcentaje de ahorradores en ese grupo (Ispierto Maté, Martínez García, & Ruiz Suárez, 2021).

Esto sucede porque conocer los vehículos de inversión de los que disponemos para canalizar el ahorro junto con una capacidad de análisis de riesgos propicia que, finalmente, un agente tome la decisión de invertir ese ahorro atesorado en una cuenta corriente. El atesoramiento de dinero -o ahorro en sentido estricto- como resultado de no consumir parte de la renta -ahorro en sentido amplio- es, en la mayoría de los casos, paso previo a su inversión en vehículos financieros.

En caso de no tener una buena cultura financiera, la aversión al riesgo es mucho mayor, ya que es muy poco probable que una persona deposite su ahorro en algo que no conoce, máxime cuando las inversiones llevan aparejadas un riesgo que siempre existe en mayor o menor medida. Además, percibir que se sabe sobre finanzas influye positivamente sobre el ahorro, independientemente de que ese conocimiento sea objetivo o no (Núñez-Letamendia, Sánchez Ruiz, & Silva, 2021).

En España, el 44% de las personas que no tienen conocimiento sobre productos de inversión no ahorra nada, cifra que desciende hasta el 22% cuando el sujeto manifiesta que conoce sobre ellos, y al 28% cuando el conocimiento es objetivo. Por otra parte, se observa que las personas que perciben o conocen objetivamente los productos y vehículos de inversión ahorran un porcentaje superior de renta que aquellos que no conocen su funcionamiento (Núñez-Letamendia, Sánchez Ruiz, & Silva, 2021).

Como se verá, la inversión -de manera responsable- de nuestro ahorro atesorado es fundamental para la creación de un fondo de previsión adecuado a nuestras necesidades vitales. También para salvaguardar el valor futuro de nuestros bienes, por lo que un aumento de la cultura financiera en España es fundamental para alcanzar unos niveles de ahorro deseables, en consonancia con países como Alemania.

f) La pandemia como determinante del nivel de ahorro

crisis económica y la pandemia ha sido la causante de los cambios de comportamiento en relación al ahorro. Una mayor incertidumbre respecto a sucesos futuros incentiva la construcción de un fondo de emergencia, ya que nuestras expectativas sobre ingresos futuros y situación laboral son inciertas. La incertidumbre no solo modula la tasa de ahorro, sino que también puede determinar su colocación en activos más o menos líquidos y/o arriesgados. A continuación, se analizará este hecho con detalle.

Esto es lo que ha ocurrido en la pandemia. En España, el Covid-19 provocó un aumento histórico de la tasa de ahorro, pasando del 6,3% de la Renta Bruta disponible al 14,7%, máximo de la serie histórica (Funcas, 2021). Este aumento de ahorro se explica por tres motivos, que se ha producido en toda la zona euro (Funcas, 2021):

Gráfico 2. Composición del ahorro de los hogares (en millones de euros)



Fuente: Funcas (2021)

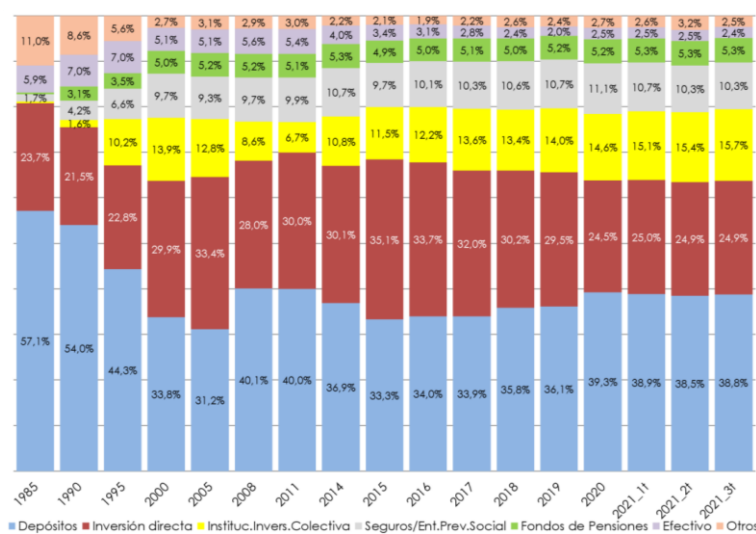
Aun así, que la mayoría del ahorro se destine a atesoramiento no es algo coyuntural, sino estructural -como se verá más adelante-. Lo único que ha ocurrido es que la pandemia incentiva aún más que el ahorro se mantenga en activos lo más líquidos posibles, aunque esa no sea la mejor alternativa si se quiere conservar valor.

4 El problema de los depósitos a la vista y la inflación

El dinero -activo líquido por excelencia- se puede almacenar de dos formas distintas: en efectivo o en una entidad bancaria. A la mayoría de ahorradores les podría parecer que su ahorro está a salvo de este modo, pero hay dos elementos que cada día hacen peligrar más su valor a lo largo del tiempo: las comisiones y la inflación. Antes de pasar a proponer una alternativa, es necesario explicar el problema con detalle.

En España, los depósitos y el efectivo han sido históricamente los activos más usados por las familias para almacenar su riqueza. Desde los años 80 el porcentaje en depósitos ha ido disminuyendo en pro de las instituciones de inversión colectiva -por ejemplo, fondos de inversión-, si bien el efectivo y los depósitos, los llamados activos sin rentabilidad, ocupan casi la mitad de la estructura financiera de las familias españolas a finales de 2021 (INVERCO, 3er trimestre de 2021).

Gráfico 3. Activos financieros de las familias españolas 1985-2021

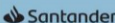





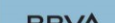





Fuente: Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (2021)

Los depósitos son el activo mayoritario con un 38,8%, por lo que hay que analizar las pérdidas que sufren los ahorradores por tener esos depósitos: comisiones e inflación.

Las comisiones representan aquellas cantidades que los bancos cobran a los clientes por el mantenimiento de una cuenta bancaria o depósito, siempre que no les eximan del pago por tener contratados otros servicios adicionales con ellos (ElEconomista, 2021). De esta forma, la banca exige que los clientes tengan una serie de productos para eliminar las comisiones. Todo ello sumado a la domiciliación de pagos e ingresos. Además, la mitad más pobre de España, que generalmente es incapaz de cumplir estos requisitos, mantiene un 56,5% de su riqueza en cuentas y depósitos, por el 12,5% de las rentas altas (Arce, 2019). De esta forma, las comisiones se plantean como un lastre aplicado mayoritariamente a las rentas medias y bajas, generando desigualdad y un impacto negativo en su capacidad de ahorro, que ya es baja en sí misma por el nivel de renta.

Figura 1.1 Vinculaciones que exige la banca para pagar cero comisiones por la cuenta (comisión máxima anual por no cumplir requisitos)

	COMISIÓN (€)	REQUISITOS
 Santander	240	<ul style="list-style-type: none">  <input checked="" type="checkbox"/> Nómina o desempleo 600€/mes <input checked="" type="checkbox"/> Pensión 300€/mes <input checked="" type="checkbox"/> Ingresos periódicos 600€/mes  <input checked="" type="checkbox"/> 3 recibos pagados en los 3 meses anteriores a la liquidación <input checked="" type="checkbox"/> Usar tarjeta 6 veces en los 3 meses anteriores a liquidación  <input checked="" type="checkbox"/> O bien, fondo de inversión, plan de pensiones o seguros =>5000€ <input checked="" type="checkbox"/> Hipoteca, préstamo, renting <input checked="" type="checkbox"/> Seguro de protección =>120€/año <input checked="" type="checkbox"/> O bien, tener =>1000 acciones del Santander
 CaixaBank	160	<ul style="list-style-type: none">  <input checked="" type="checkbox"/> Nómina =>600€/mes <input checked="" type="checkbox"/> 3 pagos con tarjeta en el trimestre anterior a la liquidación o 3 recibos pagados en el trimestre anterior
 BBVA	160	<ul style="list-style-type: none">  <input checked="" type="checkbox"/> Nómina >800€/mes <input checked="" type="checkbox"/> Pensiones o desempleo >300€/mes <input checked="" type="checkbox"/> Ingresos periódicos >800€/mes  <input checked="" type="checkbox"/> 5 cargos de recibos en 4 meses <input checked="" type="checkbox"/> 7 compras tarjeta de crédito 4 meses  <input checked="" type="checkbox"/> Hipoteca <input checked="" type="checkbox"/> Préstamo <input checked="" type="checkbox"/> Seguro <input checked="" type="checkbox"/> F. de Inversión o plan pensiones => >5000€ <input checked="" type="checkbox"/> Tarjeta créditos activa gasto 200€ en 4 meses <input checked="" type="checkbox"/> O bien, tener productos financieros =>25.000€ <input checked="" type="checkbox"/> Tener más de 4000 acciones BBVA

Fuente: ElEconomista (2021) a partir de datos de las entidades bancarias

Figura 1.2. Vinculaciones que exige la banca para pagar cero comisiones por la cuenta (comisión máxima anual por no cumplir requisitos)

 °Sabadell	120	<ul style="list-style-type: none">  <input checked="" type="checkbox"/> Nómina, pensión o ingresos =>700€/mes  <input checked="" type="checkbox"/> Seguro de protección o autorenting o 10.000€ en fondo de inversión, plan de pensión, plan de previsión asegurador, plan EPSV o contrato de valores <input checked="" type="checkbox"/> O bien, tener un saldo medio en el banco mensual de 30000€ en recursos
 Unicaja Banco	120	<ul style="list-style-type: none">  <input checked="" type="checkbox"/> Nómina, pensión, desempleo =>600€/mes o ingresos =>7200€/año <input checked="" type="checkbox"/> Pagos con tarjetas de 1200€/año, mínimo 2 operaciones al mes <input checked="" type="checkbox"/> Saldo en el banco =>6000€ o contrato de al menos un seguro
 Liberbank	120	<ul style="list-style-type: none">  <input checked="" type="checkbox"/> Realizar todas las operaciones online (Pago recibos, impuestos, traspasos, transferencias...)
 kutxabank	120	<ul style="list-style-type: none">  <input checked="" type="checkbox"/> Nómina =>600€/mes o pensión =>400€/mes <input checked="" type="checkbox"/> 6 recibos domiciliados en el trimestre o saldo medio mensual de 20000€ en fondos de inversión, plan de pensiones o Baskepension <input checked="" type="checkbox"/> Estar dado de alta en la banca online (excepto mayores de 65 años)
 iberCaja	120	<ul style="list-style-type: none">  <input checked="" type="checkbox"/> Nómina >600€/mes y saldo medio mensual de 300€ <input checked="" type="checkbox"/> Pensión >200€/mes y saldo medio mensual de 100€
 //ABANCA	120	<ul style="list-style-type: none">  <input checked="" type="checkbox"/> Nómina o ingresos =>600€/mes o pensión (sin importe mínimo) <input checked="" type="checkbox"/> Saldo medio mensual en productos de ahorro de 500€ Y cumplir uno de estos requisitos: <input checked="" type="checkbox"/> 2000€ en compras con tarjetas de crédito en un año <input checked="" type="checkbox"/> 1200€ en compras con tarjetas de crédito en un año y tener un seguro <input checked="" type="checkbox"/> Saldo medio mensual en productos de ahorro de 30000€ <input checked="" type="checkbox"/> Saldo medio en fondos, plan de pensiones, valores, seguros de ahorro de 8000€ <input checked="" type="checkbox"/> Tener dos seguros mediados por la entidad
 bankinter.	45	<ul style="list-style-type: none">  <input checked="" type="checkbox"/> Nómina =>800€/mes <input checked="" type="checkbox"/> 3 pagos en el trimestre con tarjeta <input checked="" type="checkbox"/> 3 recibos cargados en el trimestre

Fuente: *ElEconomista* (2021) a partir de datos de las entidades bancarias

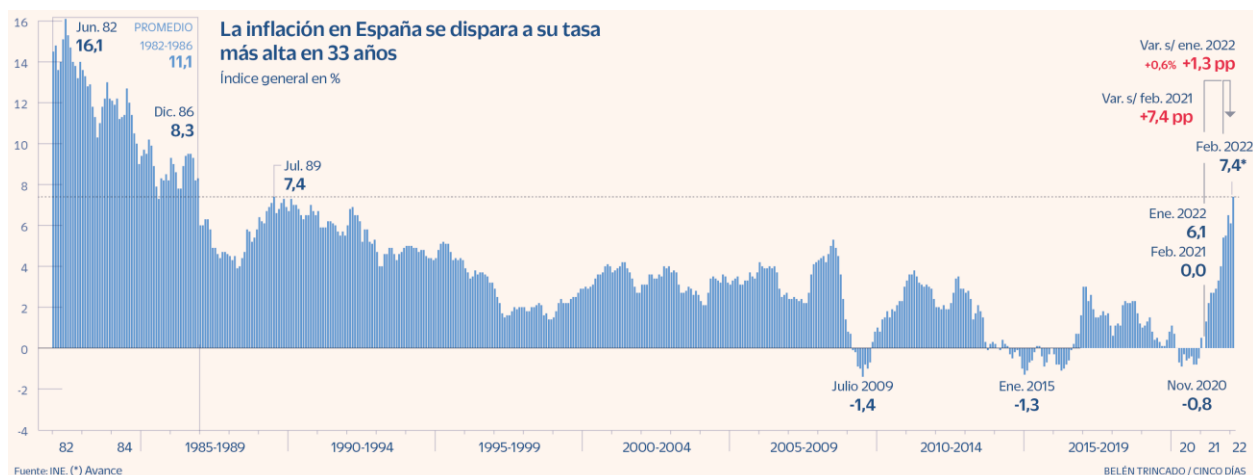
El siguiente obstáculo al que se enfrentan aquellos que atesoran dinero en depósitos o efectivo -y esto, independientemente del nivel de renta- es la inflación. La inflación es un incremento del nivel general de precios y se genera por varias causas explicadas a continuación (Sevilla Arias, s. f.)

La primera es un aumento de la base monetaria, en general como consecuencia de las políticas de demanda impulsadas por gobiernos y bancos centrales -políticas de expansión cuantitativa o de impresión de dinero-. El aumento de la base monetaria se hace bien mediante la compra de deuda gubernamental por parte del banco central a los bancos comerciales con dinero que, en la práctica, es de nueva creación; bien mediante la impresión de dinero físico o digital y su inyección directa en la economía.

Otra causa es la inflación por costes, es decir, un aumento de precios causado por el encarecimiento de las materias primas, mano de obra o impuestos. En la presente crisis pandémica, la escasez de materias primas como chips informáticos, el petróleo o los metales están jugando un papel fundamental en el aumento de precios de productos electrónicos, gasolina, construcción, entre otros.

La inflación también está causada por la demanda, cuando aumenta a un punto que la oferta no puede satisfacer. En la crisis pandémica se están originando los llamados “cuellos de botella”, es decir, sectores de la economía que presentan una oferta fuertemente inelástica a corto plazo y que, en consecuencia, reaccionan a su incrementada demanda mediante elevaciones de precios (Rallo, 2021). Estos desajustes suceden porque con la bajada de contagios y la reapertura de la economía la demanda aumenta a una velocidad de vértigo que la oferta no es capaz de soportar, generando un aumento de precios. Estos cuellos de botella se ven agravados por la lenta recuperación de la producción y de las horas trabajadas, que se vio reducida por las sucesivas cuarentenas y restricciones a la actividad económica. Este suceso y la escasez de materias primas converge en una inflación del 6,5% en 2021 (Datosmacro, 2021).

Gráfico 4. Inflación en España 1982-2022



Fuente: Cinco Días a partir de datos del INE (Trincado, 2022)

Por último, también se puede dar una inflación autoconstruida sobre la base de la expectativa de un aumento de precios futuros que origina una previa subida de precios.

Así, la inflación arroja pérdidas sobre los tenedores de saldos líquidos y de activos de renta fija (Rallo, 2012). Descontando la inflación, la riqueza depositada en fondos de renta variable valen de media un 108% más en 2020 que en 2010, los mixtos un 34%, los de bonos un 25% y los depósitos un -10%, todas estas cifras descontando la inflación (Trincado, 2020).

Una vez descrito el problema, es necesario proponer una alternativa, lo que nos lleva a la segunda parte de este trabajo: demostrar que los servicios y productos de inversión son una alternativa eficaz para la conservación del valor de los ahorradores a lo largo del tiempo.

5 Los servicios de inversión: el asesoramiento y la gestión de carteras

5.1 Los servicios de inversión y su idoneidad para canalizar el ahorro

A la hora de definir los servicios de inversión, podemos optar por muchas definiciones y clasificaciones de los servicios de inversión. El concepto técnico jurídico nos lo ofrece el art. 140 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, haciendo una lista de todos los servicios de inversión autorizados por la ley. Todos los servicios concretos que encontramos en esta norma podemos clasificarlos en tres tipos (European Securities and Markets Authority, 2012): asesoramiento en materia de inversión, gestión de carteras e inversión (o negociación) sin asesoramiento en materia de inversión. Este trabajo centrará su atención en los dos primeros, los servicios que implican la intervención de un tercero en las decisiones de inversión de los particulares, bien a través de recomendaciones personalizadas, bien mediante la gestión directa de una cartera.

Según datos de 2016, solo el 39% de las personas con una renta menor a 14.501 tenía conocimientos sobre la diversificación del riesgo al invertir en bolsa, solo el 47% en las rentas de hasta 26.000 euros y hasta el 69% de las rentas mayores de 44.500 euros (Banco de España, 2016). Además, solo la mitad de españoles tiene conocimientos sobre tipo de interés compuesto. Los conocimientos financieros, en general, son menores en las personas con educación primaria, y jóvenes y ancianos, nunca superando, como se ha dicho, el 50% (Banco de España, 2016). Según este mismo estudio, el 76% de las personas que adquirieron un producto en los dos años anteriores recibieron información de un profesional financiero. Estudios posteriores apuntan en la misma dirección, señalando que el 53% de los españoles tiene un nivel muy bajo de conocimientos financieros (Rial, 2020). Solo el 14% entra en el nivel avanzado.

Todos estos datos demuestran algo que lógicamente también se sostiene: la toma de decisiones de inversión es un tema delicado y que no todo el mundo puede asumir. Especialmente en las rentas bajas y medias, donde se demuestra un nivel menor de conocimientos financieros y donde existe una mayor sensibilidad a las pérdidas por inversiones sin un estudio previo. En todos estos casos donde no existe un conocimiento profundo sobre las finanzas es donde entra la inversión gestionada, como canal que, mediante una serie de garantías, da a las familias la oportunidad de canalizar su ahorro hacia activos financieros que le aporten un retorno en el futuro y le ayuden a lograr sus objetivos vitales.

Es necesario realizar una aclaración sobre los productos ofertados. Para determinar las rentabilidades de los servicios de inversión atenderemos, principalmente, a la rentabilidad de fondos de inversión y de los planes de pensiones, y también de los principales índices con mayor representación en el mercado de acciones. Por un lado, la gestión de carteras se compone, esencialmente, de fondos de inversión; y el asesoramiento puede basarse en carteras concretas e individualizadas con diversos activos de renta fija o variable, pero también en fondos, planes de pensiones e incluso seguros de vida y ahorro. En este sentido, los planes de pensiones han pasado de unas aportaciones netas de 3.177 millones de euros en 2001 a 1.014 millones en 2017 (Trincado, 2017), pero siguen siendo hoy uno de los principales activos de los españoles, con un 5,3% del total (INVERCO, 3er trimestre de 2021). Otra forma de articularlo es mediante el asesoramiento a estos fondos de inversión (IIC) por parte de empresas de asesoramiento financiero, lo que apoya la tesis explicada anteriormente. Hay 3 razones por las que esto se está haciendo (C&R Investment Financial Advisor, 2016): Flexibilidad operativa, acceso a productos de inversión y mayor diversificación.

5.1.1 Asesoramiento en Materia de Inversión

El art. 140 del TRLMV lo define como la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. No constituye asesoramiento, a estos efectos, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en la comercialización de instrumentos financieros.

Es recomendable para los inversores que quieren tomar sus propias decisiones de inversión, pero con el apoyo y asesoramiento experto de asesores financieros. Aquí, la figura del asesor financiero cobra especial relevancia, al ser la persona que realiza una recomendación individual y personalizada a cada cliente de los activos en los que invertir su ahorro, todo ello siguiendo un procedimiento establecido en la ley y que se analizará más adelante.

El asesoramiento puede ser puntual cuando la relación comercial con el cliente no se desarrolla en el ámbito del asesoramiento pero, en alguna ocasión, la entidad realiza al cliente recomendaciones de inversión –suele darse en el segmento comercial genérico, o recurrente, cuando el cliente tiene una relación continuada con su asesor que habitualmente le presenta recomendaciones de inversión –suele darse en el segmento de banca privada– (CNMV, 2010). Por ejemplo, una recomendación puntual puede ser la que un banco comercial realiza a un cliente cuando va a contratar una hipoteca o abrir una cuenta bancaria.

La característica principal de este servicio, y lo que lo diferencia de los demás, es que aquí la decisión última sobre la inversión la toma el cliente. Esto quiere decir que antes de comprar un determinado activo, el cliente debe dar una autorización expresa que es previa a la ejecución de la operación, diferencia fundamental respecto a la gestión de carteras. Por ello, el servicio de asesoramiento se recomienda a personas que tienen un cierto conocimiento de las finanzas y quieren tener una relación más íntima con su asesor, además de participar en la toma de decisiones, incluyendo los sectores, países o activos concretos en los que invertir.

Como se verá más adelante, hay muchas formas y “estilos” bajo los que ofrecer este servicio, según el tipo de gestión que se haga y el tipo de activos que se ofrezcan.

5.1.2 Gestión de Carteras o Gestión Discrecional

A diferencia de lo expuesto anteriormente, aquí las inversiones son gestionadas por una empresa de inversión, que no comunicará las distintas inversiones que hace en su nombre en cada momento, sino que informará periódicamente de estas actividades, algo a lo que está obligada. Es idóneo para los inversores que se sienten

cómodos delegando las decisiones de inversión (European Securities and Markets Authority, 2012). En España, 900.000 personas tienen parte de su dinero administrado bajo esta fórmula con un total de 100.000 millones de euros en gestión de carteras de fondos (Mendieta, 2021).

Hasta el 14,5% del total del volumen gestionado en banca privada (banca reservada a la gestión de grandes patrimonios) se canaliza a través de la gestión discrecional (Funds People, 2022). A diferencia de la banca privada, encontramos la banca personal y la banca minorista, aquella destinada a patrimonios menores a una cifra estipulada por las compañías bancarias y que suele rondar los 300.000 euros. Cuando hablamos de gestión discrecional de carteras hablamos de una ventaja concreta para pequeños patrimonios: la capacidad de acceso a un servicio de inversión que no exige unos mínimos patrimoniales como los que exigen otros servicios de inversión.

Tabla 1. Inversión mínima para acceder a los servicios de inversión en algunas entidades financieras

Banca	Servicio	Inversión mínima
CaixaBank	Cartera Smart Money	500€
	Cartera Smart Allocation	500€
	Carteras Master	6000€
Openbank	Roboadvisor	500€
BBVA	Cartera Multiestrategia	20.000€
Abanca	Cartera ABANCA 360	3.000€
Indexa Capital	Fondos Indexados	3.000€
MyInvestor	Roboadvisor	150€
Santander	Mi Cartera	10.000€
Finizens	Carteras indexadas	1.000€

Fuente: Elaboración propia (2022) a partir de consultas en las webs oficiales de las entidades

Como se puede comprobar, los mínimos de inversión permiten a cualquier ahorrador depositar su dinero en una cartera de activos que, como decíamos antes, están canalizados muchas veces a través de la forma jurídica de fondos de inversión. Se puede observar un mínimo menor en aquellas entidades que ofrecen servicios de gestión pasiva -punto sobre el que volveremos más adelante-. Esto sucede porque, al no haber detrás un equipo gestor, su gestión es mucho más sencilla. Por eso mismo, no tiene sentido que la comisión por ese concepto sea elevada (Trecet, 2021).

La gestión de carteras también puede incluir tanto productos de la propia entidad que ofrece el servicio como de terceros, esto es, una gestión dependiente o no independiente. Esta distinción tiene las mismas implicaciones y características vistas para el asesoramiento en materia de inversión. Aproximadamente el 66% del volumen total en carteras de fondos está invertido en productos de la propia entidad (Funds People, 2022). Estas carteras pueden contener diversos activos en función de las preferencias de los clientes, ya sean fondos de inversión, planes de pensiones, acciones o bonos, entre otros.

5.1.3 Negociación (Sin Asesoramiento) en Materia de Inversión

En este caso, la empresa de inversión recibe, y luego transmite o ejecuta, sus órdenes de compra o de venta de los productos, pero no le presta asesoramiento. Este servicio suele ser idóneo para inversores con más experiencia o autosuficientes, capaces de recoger y evaluar por sí mismos información sobre los productos y de tomar decisiones de inversión sin ayuda ajena. Este tipo de servicios se prestan cada vez más a través de Internet (European Securities and Markets Authority, 2012). Como vemos, aquí la empresa actúa como mero intermediario, materializando las decisiones de inversión que toman los particulares.

En este tipo de inversiones, hablamos de operaciones que efectúa el cliente por sí mismo, sin ninguna recomendación a medida del proveedor de servicios financieros ni su asesoramiento personalizado. Por consiguiente, incumbe exclusivamente al cliente analizar los instrumentos financieros y los riesgos asociados (Asociación Suiza de Banqueros, 2019).

Este servicio no es adecuado para canalizar el ahorro en la amplia mayoría de casos, por diversas razones. La más importante es la relación entre una buena cultura financiera y la capacidad para tomar decisiones de inversión acertadas. Solo el 13% de los españoles tienen conocimientos generales calificados como “muy altos” sobre economía (Ispuerto Maté, Martínez García, & Ruiz Suárez, 2021). Esto da a entender que no hay una base de conocimientos fuerte para asumir que la toma de decisiones de inversión de la mayoría de la población, del “ciudadano medio” esté basada sobre criterios científicos y contrastados. Además, casi un 40% tiene un nivel muy alto de impaciencia frente al ahorro, lo que normalmente impide tomar decisiones de inversión con perspectivas de futuro.

Respecto a esto último, las personas que calificaban sus conocimientos financieros como “bastante o muy altos” solo respondieron bien al 70% de las preguntas, las cuales no eran específicas de la toma de decisiones de inversión, sino meras preguntas de cultura general financiera (Banco de España, 2016). Con todo ello, se concluye que el servicio de intermediación es conveniente exclusivamente en los casos de altos conocimientos específicos sobre la toma de decisiones de inversión, y no para canalizar masivamente el ahorro del ciudadano medio.

5.2 Las Empresas de Servicios de Inversión

5.2.1 Concepto. Clasificación legal

Las empresas de servicios de inversión (ESIs) están autorizadas para realizar diversas actividades relacionadas con los mercados de valores, estas actividades son las que en este trabajo se han definido como “servicios de inversión” en sus diferentes modalidades ya analizadas, además de otros servicios que, en la mayoría de los casos, van inexorablemente unidos a los anteriores, como:

Actuar como intermediarios de la emisión por parte de las empresas de acciones o bonos y obligaciones, y cuando estas llevan a cabo OPVs.

Ser depositarios y administradores de valores y productos financieros de los ahorradores. Esto, independientemente de que sean valores adquiridos como consecuencia de un asesoramiento, o una mera intermediación.

Por lo tanto, el concepto teórico, a simple vista, que una ESI es la autorizada para prestar servicios de inversión. Lo interesante, no obstante, es analizar a nivel legal qué tipos de empresas pueden ofrecer qué servicios. Existen tres tipos de ESI: Sociedades de valores (SV), agencias de valores (AV), sociedades gestoras de carteras (SGC) y empresas de asesoramiento financiero (EAF). Las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito), aunque no son ESI, también pueden realizar todos los servicios y actividades propias de las ESI, siempre que así se recoja en su régimen jurídico, sus estatutos y tengan una autorización específica (que se la da el Banco de España) (CNMV, 2006).

Llegados a este punto, es necesario hacer un desglose un poco más técnico de los diferentes servicios de inversión. Hasta ahora, la clasificación se ha dividido en asesoramiento en materia de inversión, intermediación y gestión de carteras, además de los servicios de emisión y depósito mencionados supra. Todos estos servicios

reciben en el TRLMV la clasificación de “servicios de inversión”, por un lado, y “servicios auxiliares” por otro, y sus características vienen delimitadas por los arts. 140 y 141 TRLMV.

Legalmente, las SV pueden realizar todos los servicios de inversión, tanto los del art. 140 como los del 141. Las AV pueden realizar todos salvo la negociación por cuenta propia, el aseguramiento y la concesión de créditos. Las SGC solo pueden prestar los servicios de gestión de carteras y asesoramiento en materia de inversión, además del asesoramiento a empresas [art.141.c)] y la elaboración de informes [art. 141.e)]. Las EAF pueden realizar los mismos que las SGC salvo la gestión de carteras.

Llegados a este punto es fácil entender que, para completar un servicio de asesoramiento, por ejemplo, y ofrecerlo de manera completa e integral, no solo hace falta la autorización para ofrecerlo como tal, sino también para administrar y custodiar los productos que se contraten a consecuencia de ese asesoramiento. Si no se tiene autorización para esto último, será necesario utilizar una empresa externa que sí esté autorizada y que tenga algún tipo de colaboración. Esto es lo que le ocurriría, por ejemplo, a una EAF, por lo que la SV se configura como la opción a priori más acertada para prestar servicios de inversión, sea cual sea su naturaleza. En cualquier caso, interesa más hacer otras clasificaciones en atención a otros criterios, los cuales se describen a continuación.

5.2.2 Otras Clasificaciones

i. Servicio independiente y no independiente

Tanto en el asesoramiento como en la gestión de carteras, la gestión puede ser independiente o no independiente, en función de los instrumentos financieros que ofrecen a sus clientes. Existen diferencias importantes en determinados aspectos (Borja, 2019):

Pago del servicio: en un asesor no independiente, la propia entidad o gestora paga la asesoría, lo que supone un menor gasto. Un asesor independiente tiene unos honorarios que abona el beneficiario final.

Porfolio de productos: el asesor independiente cuenta con un número de productos financieros más diversificados, puesto que el no independiente ofrece productos relacionados con la entidad bancaria para la que trabaja. Así, el asesoramiento de banca privada de Santander ofrecerá, por ejemplo, fondos de inversión de la gestora de Santander. Por el contrario, empresas como Abante Asesores o Tressis podrán ofrecer una gama más amplia de productos. No implica que sea mejor, sino que la variedad es más amplia.

Orientación al cliente: en la asesoría independiente la orientación al cliente es primordial, mientras que el asesor no independiente también debe satisfacer las necesidades y demandas de la entidad para la que trabaja (colocación de determinados productos) lo que supone un conflicto de interés.

Como se puede intuir, un servicio independiente constituye una opción más atractiva y que, no obstante, también puede ser ofertado por entidades bancarias que tienen sus propios productos financieros. La clave está en la gama de productos disponible -ya hablemos de planes de pensiones, fondos de inversión o seguros-, y en ese sentido se expresa el art. 24.7 de la directiva europea conocida como MiFID II - Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE-, que establece dos condiciones para que el asesoramiento se considere independiente (Míguez, H. Sarria, Faustino, & Ferrer, 2016):

Evaluar una gama suficiente de instrumentos financieros disponibles en el mercado, y que sea suficientemente diversificada en lo que respecta a sus tipos y a sus emisores o proveedores. Se establecen requisitos legales para considerar que estamos ante una gama suficiente de productos financieros, relacionados con el número y variedad de instrumentos, el proveedor de estos, o los criterios para comparar dichos instrumentos.

No se podrán aceptar o retener honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios abonados por terceros en relación a la prestación del servicio a los clientes.

En la práctica, esto se materializa de dos formas distintas según el tipo de servicio al que se acuda: si es asesoramiento, la gama de productos ofertada cumplirá los requisitos mencionados anteriormente; si es gestión de carteras, la misma no solo contendrá productos emitidos por la propia empresa, sino también de otras compañías.

La cantidad gestionada por asesoramiento independiente en España 2019 es de 20.163 millones de euros (Funds People, 2021). Esto está haciendo que las entidades bancarias desarrollen líneas específicas de asesoramiento independiente, puesto que los clientes pueden detectar una mayor seguridad y confianza que en el ofrecimiento exclusivo de instrumentos de la propia entidad. El ejemplo más claro es CaixaBank, líder en patrimonio gestionado bajo asesoramiento independiente con 10.861 millones de euros en 2019. Pese a todo, el 70% de las gestoras de fondos de inversión mencionan que el asesoramiento no independiente será la opción mayoritaria que usarán los distribuidores de fondos de inversión (Inverco, 2019). Por otro lado, El patrimonio de planes de pensiones de gestión independiente aumenta un 11,85% hasta septiembre (INESE, 2021).

ii. Gestión activa y pasiva

Las empresas de servicios de inversión también se clasifican según el tipo de gestión que realizan, es decir, según la forma en la que seleccionan los activos financieros que luego ofrecen a los clientes. Esta clasificación, inicialmente idónea para clasificar los fondos de inversión, también aplica para las empresas, puesto que muchas de ellas están enfocadas en un tipo concreto de gestión.

Entendemos por gestión pasiva aquella en la que el gestor de inversiones sólo toma un único dato en consideración de cara a las decisiones de inversión: el porcentaje que un determinado activo financiero supone de un índice de referencia o benchmark en el que quiere invertir. Si el gestor gestiona, por ejemplo, un ETF, o fondo cotizado, de bolsa europea, que replica el índice Eurostoxx 50, el único dato que tendrá que saber al gestor es qué porcentaje supone del índice cada una de las 50 empresas que lo componen. Entendemos por gestión activa aquella en la que el gestor de inversiones efectúa un análisis sobre todos los activos financieros que forman parte de un determinado índice, o que pertenecen a la categoría de inversión del índice, hasta el punto de invertir un porcentaje en cada activo en función de su expectativa individual de retorno y riesgo. Por ejemplo, un gestor activo de un fondo de inversión europea que tenga como benchmark igualmente en el Eurostoxx 50, analizará cada una de las empresas que forman el índice y decidirá, para cada una de ellas, un determinado porcentaje de inversión (Puig, 2018).

La distinción entre los dos tipos de gestión a la hora de acceder a un servicio financiero de asesoramiento o gestión de carteras es esencial, ya que se estará depositando la confianza sobre un índice -zona geográfica, sector, tipo de empresas, etc.- o sobre el buen hacer y la destreza de un gestor que puede seleccionar muchas empresas distintas entre sí, pero que tienen en común una expectativa de crecimiento a futuro y rentabilidad.

Por una parte, la gestión activa tiene el valor intrínseco de tener un equipo humano detrás, que buscará las mejores opciones mediante un análisis individualizado de cada uno de los activos que compongan la cartera de inversiones, sea esta cartera parte de un fondo de inversión, de una gestión de carteras o producto de una labor de asesoramiento. Como consecuencia, los costes asociados a su contratación son mayores. Por otro lado, la gestión pasiva o indexada nos permite incurrir en un coste menor, lo que lo hace adecuado para pequeños patrimonios - ya se vio en el gráfico anterior que los costes de fondos indexados son menores a los fondos de gestión activa-.

5.3 El Test de Idoneidad Como Garantía en los Servicios de Inversión

Los servicios de asesoramiento y gestión de carteras siguen un procedimiento legal marcado por la directiva europea MiFID II y, en definitiva, se resume en la realización del llamado test de idoneidad.

Este se define como el conjunto de preguntas que las entidades financieras realizarán a sus clientes para obtener información sobre sus conocimientos y experiencia previos, así como sobre sus objetivos de inversión y su situación financiera. Estos datos permitirán a la entidad recomendar las inversiones más adecuadas para el inversor. Dicho test se realizará con carácter previo a la prestación de los servicios de asesoramiento o de gestión de carteras (CNMV, 2022).

El test de idoneidad abarca tres tipos de preguntas: las preguntas sobre los objetivos de inversión, sobre la situación financiera del cliente, y sobre su experiencia o conocimientos (European Securities and Markets Authority, 2012). Este test resulta preceptivo y obligatorio para poder ofrecer estos servicios de inversión. Si la empresa llega a la conclusión de que el cliente tiene los conocimientos y la experiencia necesarios para comprender los riesgos implícitos, entonces la empresa podrá seguir adelante con la transacción que haya elegido. En caso contrario, la empresa le avisará o bien que no considera la transacción propuesta, o bien que no

tiene información suficiente para determinar si es conveniente. Llegados a este punto, el cliente decide seguir adelante con la transacción, y será por su cuenta y riesgo (European Securities and Markets Authority, 2012).

Por último, en los casos de recepción y transmisión de órdenes se realiza lo que se llama evaluación de la conveniencia. El objetivo en este caso es comprobar si un servicio o instrumento financiero es conveniente o adecuado para un cliente o un cliente potencial. ¿Cuándo es conveniente un producto o servicio para un cliente? Cuando la entidad financiera considera, a partir de la información suministrada por el cliente, que éste tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos de dicho producto o servicio y tomar esa decisión de inversión. Será necesario excepto cuando estos servicios se refieren a instrumentos no complejos y la iniciativa la ha tomado el cliente (Carrascosa Morales , 2011).

5.4 Análisis de Rentabilidades

En este apartado se pretende hacer una comparación de la rentabilidad media de activos de renta variable, fondos de inversión, planes de pensiones y seguros con la inflación y la rentabilidad de los depósitos, para así demostrar que la contratación de estos productos mediante los servicios de inversión es una alternativa eficiente para canalizar el ahorro. Nótese que en este trabajo se ha hecho hincapié en que la contratación de estos servicios no debe hacerse de forma libre, sino a través de los servicios de asesoramiento y gestión de carteras, puesto que es así como los ciudadanos pueden recibir una recomendación adecuada por parte de expertos.

Usaremos dos parámetros de comparación: la inflación y la rentabilidad de los depósitos. Usamos precisamente estos dos porque así se puede comparar la rentabilidad del ahorro en sentido estricto (atesoramiento de dinero en efectivo o depósitos) con la que tendría su eventual inversión en activos financieros. Los datos de inflación son los siguientes, que refleja la variación del IPC en términos porcentuales y entre fechas (Instituto Nacional de Estadística , 2022):

Tabla 2. Datos de inflación en España

Horizonte temporal	Aumento IPC total	Aumento IPC anualizado
20 años	50%	2,5%
15 años	28,6%	1,91%
10 años	14,9%	1,49%
5 años	10,8%	2,16%

Fuente: Elaboración propia (2022) a partir de datos del INE

Por otro lado, la rentabilidad media de los depósitos descontando la inflación es de un -10% acumulado en los últimos 10 años (Trincado, 2020) por lo que, si usamos los datos de inflación anteriores, se infiere que en 10 años los depósitos ofrecen una rentabilidad nominal media del 0,49% anual, cifra baja incluso si lo comparamos con los vehículos financieros más conservadores basados en renta fija.

Además, debemos descontar también las comisiones de mantenimiento y custodia de cuentas corrientes y depósitos, en auge por las políticas monetarias de los bancos centrales -punto ya estudiado en profundidad anteriormente-. Asociaciones de consumidores apuntan a que las comisiones medias de la banca por mantenimiento de cuentas han aumentado 67 euros anuales solo en 2020, lo cual a priori justifica aún más la canalización del exceso de liquidez hacia productos financieros.

5.4.1 Acciones, Fondos de Inversión y Renta Fija

Para este análisis, usaremos varias fuentes que nos permitan tener una visión general de la rentabilidad de estos activos. Haremos una revisión de la rentabilidad acumulada, en primer lugar, de los índices MSCI (MSCI, 2022).

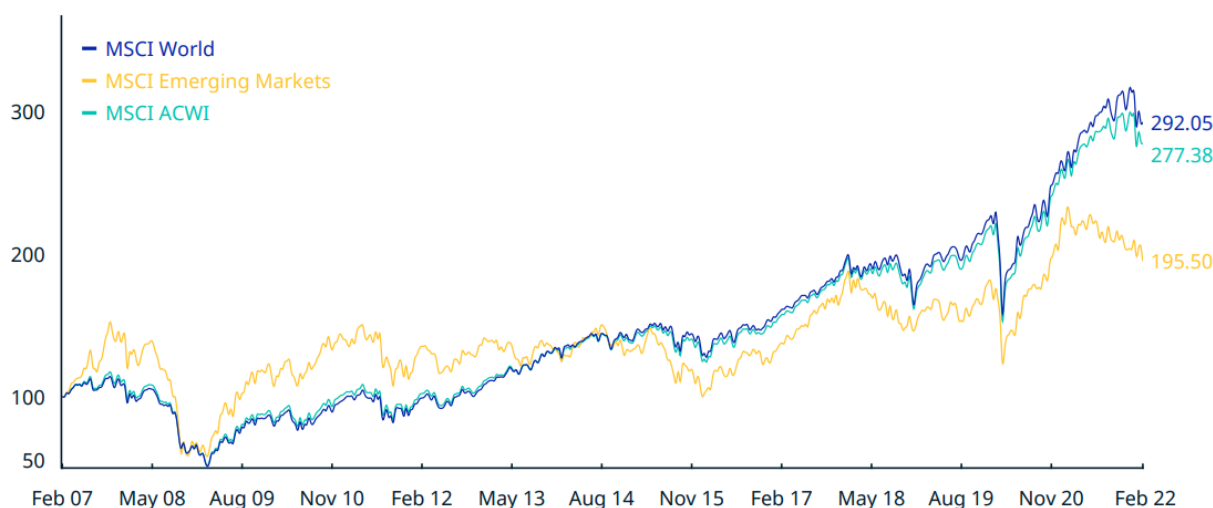
MSCI World Index: capta la representación de las empresas de gran y mediana capitalización en 23 países de los mercados desarrollados. Con 1.539 componentes, el índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil ajustada al número de acciones disponibles de cada país. Su rentabilidad desde finales del 2000 es del 6,24% anualizado, 9,83% a 10 años y 11,44% a 5 años. Datos de febrero de 2022.

MSCI Emerging Markets: recoge la representación de la gran y mediana capitalización en 25 países de los mercados emergentes. Con 1.420 componentes, el índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil ajustada al número de acciones disponibles de cada país. Su rentabilidad desde finales del 2000 es del 8,64% anualizado, 3,24% a 10 años y 6,99% a 5 años. Datos de febrero de 2022.

MSCI ACWI: recoge la representación de grandes y medianas capitalizaciones en 23 mercados desarrollados (DM) y 25 mercados emergentes. Con 2.959 componentes, el índice cubre aproximadamente el 85% del conjunto de oportunidades de inversión en renta variable mundial. Su rentabilidad desde finales del 2000 es del 6,24% anualizado, 9,83% a 10 años y 11,44% a 5 años. Datos de febrero de 2022.

No obstante, sabemos que estos datos por sí solos no verifican la tesis principal de este trabajo: que los servicios de inversión son eficaces para canalizar el ahorro. Por ejemplo, la rentabilidad media de los fondos de inversión españoles de gestión activa con más de 15 años de historia es del 1,9% anual (Hernández, 2020), rentabilidad que, aunque no muy alta, nos sigue salvando de la inflación -del 1,91% anual en el mismo período-. No obstante, vemos que entre el mejor (511% acumulado a 15 años) y el peor (-74% a 15 años) hay una gran diferencia. Entre el nº10 y el 605 de 614 hay una diferencia del 219%, y así con varios ejemplos. Lo que se pretende probar con estos índices es que si se hace una vista media y general del mercado de acciones, este nos ofrece un retorno que mantendría el valor de nuestro ahorro e incluso lo aumentaría en términos reales.

Gráfico 5. Rentabilidad acumulada de los principales índices MSCI



Fuente: MSCI (2022)

Nota: Los índices representan aproximadamente el 85% de las oportunidades disponibles en renta variable en el mundo.

Esto es lo que justifica que el particular acuda al servicio de asesoramiento o gestión de carteras, puesto que es ahí cuando existe un profesional que tiene el conocimiento necesario para seleccionar aquellos activos con mejor proyección -el profesional selecciona uno o varios activos pertenecientes a todos aquellos que recogen los índices-, e independientemente de que su análisis sea correcto o no. Por ejemplo, puede elegir no invertir en fondos españoles, sino domiciliados en Luxemburgo -donde se encuentran los fondos de las grandes gestoras de

patrimonios internacionales- o cualquier otro lugar. El análisis no es correcto en ningún caso cuando se hace por parte de las familias que no tienen conocimientos profundos -todo esto ya probado- y cuya decisión será fruto del azar y nada más.

Por otro lado, las políticas monetarias no invitan a invertir en el mercado de renta fija, o al menos hace peligrar su rentabilidad, ya que las subidas de tipos de interés hacen perder dinero al inversor de renta fija, que además tiene un bono sobrevalorado fruto del exceso de demanda que causan las políticas de expansión cuantitativa. La constante bajada de tipos de forma arbitraria se convierte en un arma de doble filo para el futuro.

Diferenciando de renta variable, los planes de pensiones basados en renta variable también pueden representar una oportunidad, dando una rentabilidad a 10 años del 5,26 anualizado.

La conclusión que se extrae de este análisis es la siguiente. Por un lado, los principales índices mundiales reflejan en su totalidad una rentabilidad que supera a la inflación, al igual que, por ejemplo, los fondos españoles. Por ese lado, la gestión pasiva ha cumplido con la tesis de este trabajo, siempre que, como decimos, haya un profesional o un conocimiento que respalde la decisión de inversión. Por otro lado, vemos como los fondos de gestión activa pueden batir a estos índices o estar por debajo, por lo que también se verifica la necesidad de un asesoramiento eficaz.

A nivel global, este trabajo y su versión extendida extrae 5 conclusiones: 1 ahorro es vital en la consecución de objetivos vitales; la inflación y las comisiones bancarias son un problema para la conservación del valor; los servicios de inversión pueden ser una alternativa para la conservación del valor, alternativa que es adecuada para el ciudadano medio; y la existencia de un bajo e ineficiente nivel de ahorro.

Agradecimientos

Tener la oportunidad de ver publicado aquel trabajo al que tanto tiempo y esfuerzo le dedicaste es algo que no tiene precio, pero también es algo que no hubiese sido posible sin la ayuda de ciertas personas que hoy merecen estar aquí. En primer lugar, a Miguel Ángel Chastang: sin todo lo que me enseñaste en aquellas prácticas que con tanto cariño recuerdo este trabajo no hubiese sido posible. En segundo lugar, a mi tutor de TFG, José Antonio Fernández: siempre estaré agradecido por la libertad que me brindaste a la hora de elaborar este trabajo. Y, por último, a mis padres: me disteis la libertad de ser y hacer lo que quisiera, haciéndome consciente de la autorresponsabilidad que eso implica. Espero estar dando la talla.

Referencias

- Arce, Ó. (2019). *Presentación de los principales resultados de la encuesta financiera de las familias (EFF) 2017*. Banco de España. Recuperado el 14 de Febrero de 2022, de <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DirectoresGenerales/economia/Arc/Fic/arce191219.pdf>
- Argandoña, A. (1994). *Factores determinantes del ahorro*. Universidad de Navarra, División de investigación IESE, Navarra.
- Asociación Suiza de Banqueros. (2019). *Riesgos asociados a la negociación de instrumentos financieros*.
- Banco de España. (2016). *Encuesta de Competencias Financieras*. Obtenido de https://www.bde.es/f/webbde/SES/estadis/otras_estadis/2016/ECF2016.pdf
- BBVA. (2014). *Las pensiones y los hábitos de ahorro en España*. Obtenido de <https://www.jubilaciondefuturo.es/recursos/doc/pensiones/20131003/posts/encuesta-las-pensiones-y-los-habitos-de-ahorro-en-espana-2014.pdf>
- Bohm-Bawerk, E. V. (1998). *Teoría positiva del capital*. Ediciones Aosta.

- Borja, A. (2019). Diferencias entre un asesor independiente y un asesor no independiente. *Rankia*. Recuperado el 15 de Febrero de 2022, de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/4265116-diferencias-asesor-independiente-no>
- C&R Investment Financial Advisor. (2016). *Estudio de las empresas de asesoramiento financiero en España*.
- Carrascosa Morales, A. (2011). La conveniencia e idoneidad de los servicios e instrumentos financieros. *Boletín económico de CICE*.
- CNMV. (2006). *Qué debe saber de las empresas de servicios de inversión*. Obtenido de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_empresasinversion.pdf
- CNMV. (2010). *Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión*. Guía. Obtenido de https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf
- CNMV. (2022). Glosario Financiero - Test de idoneidad. Obtenido de <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&term=Test%20de%20idoneidad&idlang=1>
- Cuenca, J. A., Martínez Carrascal, C., & del Río, A. (2021). *El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo*. Banco de España.
- DatosMacro. (2020). Presión Fiscal (%PIB) 2020. Obtenido de <https://datosmacro.expansion.com/impuestos/presion-fiscal>
- Datosmacro. (2021). *IPC interanual diciembre 2021*. Obtenido de <https://datosmacro.expansion.com/ipc-paises/espana?dr=2021-12>
- DeVaney, S., & Chiremba, S. (2005). *Comparing the retirement Savings of the Baby Boomers and Other Cohorts*. US Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.
- ElEconomista. (26 de Abril de 2021). Vinculaciones que exige la banca para pagar cero comisiones por la cuenta (a partir de datos de entidades). Obtenido de <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/11178129/04/21/La-banca-ya-cobra-140-euros-de-media-por-las-cuentas-de-los-clientes-menos-vinculados.html>
- European Securities and Markets Authority. (2012). *CNMV.es*. Obtenido de <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/GinvESMA.pdf>
- Faes, I. (06 de Enero de 2022). La productividad cae hasta cifras nunca vistas del 6,6% pese al alza del empleo. *Eleconomista*. Recuperado el 03 de Febrero de 2022, de <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11553409/01/22/La-productividad-cae-hasta-cifras-nunca-vistas-del-66-pese-al-alza-del-empleo.html>
- Fernández López, S., Vivel Búa, M., Otero González, L., & Rodeiro Pazos, D. (2012). *El ahorro para la jubilación en la UE: un análisis de sus determinantes*. Huelva: Revista de Economía Mundial.
- Finizens. (2019). *Informe anual sobre el sector de planes de pensiones 2019*.
- Funcas. (Mayo de 2021). El impacto de la crisis sanitaria sobre las cuentas de los hogares y las empresas. *Funcas*. Obtenido de <https://www.funcas.es/articulos/el-impacto-de-la-crisis-sanitaria-sobre-las-cuentas-de-los-hogares-y-de-las-empresas/>
- Fundación BBVA. (21 de Febrero de 2019). La productividad de la economía española cae un 10,5% desde 1995 frente al crecimiento del 4,5% que registra la UE. Recuperado el 03 de Febrero de 2022
- Funds People. (26 de Abril de 2021). El futuro del asesoramiento independiente en la banca privada española. Obtenido de <https://fundspeople.com/monographic/Insights-bancaprivada/capitulo/el-futuro-del-asesoramiento-independiente-en-la-banca-privada-espanola/>

- Funds People. (18 de Febrero de 2022). El ranking de la gestión discrecional en España en 2021. Obtenido de <https://fundspeople.com/monographic/Insights-bancaprivada/capitulo/el-ranking-de-la-gestion-discrecional-en-espana-en-2021/>
- Hernández, P. (2020). *Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 2005-2020*. Obtenido de https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3766362_code12696.pdf?abstractid=3766362&mirid=1
- Huerta de Soto, J. (2011). *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Madrid: Unión Editorial.
- Indexa Capital. (2020). *Rendimiento de los Fondos de Gestión Indexada y Activa en España 2006-2020*. Obtenido de <https://blog.indexacapital.com/wp-content/uploads/2021/10/Rendimiento-de-los-Fondos-de-Gestion-Indexada-y-Activa-en-Espana-2006-2020.pdf>
- INE. (2020). Tasa de ahorro anual de los hogares (% de renta bruta disponible).
- INESE. (15 de Diciembre de 2021). El patrimonio de planes de pensiones de gestión independiente aumenta un 11,85% hasta septiembre. Recuperado el 14 de Marzo de 2022, de <https://www.inese.es/el-patrimonio-de-planes-de-pensiones-de-gestion-independiente-aumenta-un-1185-hasta-septiembre/>
- Instituto de Estudios Económicos . (2020). *La tributación del ahorro y su incidencia en la reactivación económica desde la perspectiva de la competitividad regional* . Madrid.
- Instituto Nacional de Estadística . (2022). Variaciones del IPC.
- INTEF. (s.f.). *Diferencia entre ahorro e inversión*. Recuperado el 26 de 12 de 2021, de http://formacion.intef.es/pluginfile.php/110125/mod_imscp/content/8/diferencia_entre_ahorro_e_inversin.html#:~:text=El%20ahorro%20est%C3%A1%20relacionado%20con,un%20beneficio%20en%20el%20futuro
- Inverco. (2019). *Memoria 2019 de la asociación de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones*. Obtenido de https://www.inverco.es/archivosdb/c88_Memoria-2019.pdf
- INVERCO. (2021). *Rentabilidades medias anuales de los planes de pensiones* .
- INVERCO. (3er trimestre de 2021). *Ahorro financiero de las familias españolas*. Recuperado el 14 de Febrero de 2022, de <https://www.inverco.es/archivosdb/2109-ahorro-financiero-de-las-familias-espanolas.pdf>
- Ispuerto Maté, A., Martínez García, I., & Ruiz Suárez, G. (2021). *Educación financiera y decisiones de ahorro e inversión: un análisis de la Encuesta de Competencias Financieras*. CNMV.
- Keynes, J. M. (2006). *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica.
- Loayza, N., Schmidt-Hebbel, K., & Servén, L. (2001). *Una revisión del comportamiento y de los determinantes del ahorro en el mundo*. Banco Central de Chile.
- Malo, d. M. (2010). *La economía española en la crisis mundial*. Zaragoza. Recuperado el 04 de Febrero de 2022
- Mendieta, M. M. (14 de Noviembre de 2021). Gestión de carteras: invertir en fondos de forma eficiente y barata. *CincoDías*. Obtenido de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/11/12/fondos_y_planes/1636728889_270387.html
- Miguez, S., H. Sarria , J., Faustino, Á., & Ferrer, J. (2016). *Nuevos modelos de negocio en el asesoramiento financiero tras las modificaciones regulatorias de MiFID II*. Instituto de Estudios Bursátiles. Obtenido de <file:///D:/Descargas/InformMIFID.pdf>
- Mises, L. V. (2020). *La acción humana*. Unión Editorial.
- MSCI. (2022). *Index Consultations*. Obtenido de MSCI: <https://www.msci.com/index-consultations>

- Núñez-Letamendia, L., Sánchez Ruiz, P., & Silva, A. C. (2021). *Determinantes del ahorro de los hogares: la educación financiera protagonista*. Observatorio del ahorro familiar . Obtenido de <https://www.ie.edu/household-savings-observatory/wp-content/uploads/2021/11/informe-determinantes-ahorro-hogares.pdf>
- Puig, J. (2018). *¿Gestión activa o pasiva? Un esquema de remuneración basado en el tracking error*. Colegio de Economistas de Cataluña. Obtenido de https://www.coleconomistes.cat/MAILS/DOCS/9_Web_EIX9.pdf
- Rallo, J. R. (2012). *Los errores de la vieja economía: una refutación a la Teoría general del empleo, el interés y el dinero de John Maynard Keynes*. Unión Editorial.
- Rallo, J. R. (15 de Noviembre de 2021). ¿Por qué se han multiplicado los cuellos de botella? *El Confidencial*. Recuperado el 14 de Febrero de 2022, de https://blogs.elconfidencial.com/economia/laissez-faire/2021-11-15/por-que-se-han-multiplicado-cuellos-botella_3323944/
- Real Academia Española. (Actualización 2021). *Diccionario de la lengua española* (Edición del Tricentenario ed.).
- Rial, L. (2020). *El 53% de los españoles tiene un nivel muy bajo de conocimientos financieros, según AXA IM*. Obtenido de <https://es.rankiapro.com/53-espanoles-tiene-nivel-muy-bajo-conocimientos-financieros-axa-im/>
- Sánchez de la Cruz, D. (04 de Enero de 2022). El esfuerzo fiscal se dispara un 11% pese a que la economía ha caído un 6%. *Libre Mercado*. Recuperado el 2022 de Febrero de 03, de <https://www.libremercado.com/2022-01-04/esfuerzo-fiscal-sube-espana-pandemia-pedro-sanchez-montero-6851742/#:~:text=Entonces%2C%20la%20ratio%20de%20esfuerzo,2019%20es%20m%C3%A1s%20que%20notable.&text=De%20hecho%2C%20el%20indicador%20de,observados%20antes%>
- Sevilla Arias, A. (s. f.). Causas de la inflación. *Economipedia*. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/causas-de-la-inflacion.html>
- Statista. (2017). Conocimientos sobre la diversificación del riesgo al invertir en bolsa de la población adulta en España de acuerdo con una encuesta realizada entre 2016 y 2017, según su renta. Obtenido de <https://es.statista.com/estadisticas/1057851/conocimientos-de-los-espanoles-sobre-la-diversificacion-del-riesgo-en-bolsa-segun-renta/>
- Trecet, J. (3 de Diciembre de 2021). Qué es la gestión pasiva: Ventajas y desventajas. *Finect*. Obtenido de <https://www.finect.com/usuario/Josetrecet/articulos/que-inversion-gestion-pasiva>
- Trincado, B. (2017). El lento declive de los planes de pensiones. Obtenido de <https://d500.epimg.net/descargables/2017/11/22/9fdb6840bde9b7ae375b77afec0dabed.pdf>
- Trincado, B. (2020). Gráfico: Inflación e inversión ¿Cuánto renta cada producto descontando la inflación? *Cinco Días*. Obtenido de <https://d500.epimg.net/descargables/2021/09/03/223b0ca43a7eaa628412f62002b9d2fb.png>
- Trincado, B. (28 de Febrero de 2022). La inflación en España se dispara al 7,4%, su tasa más alta en 33 años. *Cinco Días*. Obtenido de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/02/28/economia/1646036067_622524.html