Fundació Caixa d'Enginyers

Nota Técnica

Número 37
Noviembre 2018
B 21662-2012

IEF. Instituto de Estudios Financieros

www.iefweb.org/odf

Observatorio de Divulgación Financiera

Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las *fintech*. Una especial consideración a los «robo advisors»

David Cano Martínez

«Las economías que canalizan los nutrientes como hacen los ecosistemas alcanzan la meta de ofrecer múltiples beneficios a las diversas partes implicadas.»

Gunter Pauli. *La economía azul*

El endurecimiento de las exigencias de solvencia de las entidades crediticias, en un contexto de tipos de interés en mínimos y de coste de capital en máximos, ha intensificado la transformación del sistema de intermediación del ahorro en la zona euro. Éste transita cada vez menos por las entidades crediticias, que se ven sustituidas por los mercados de capitales. En consecuencia, las necesidades de financiación se cubren cada vez de forma más frecuente mediante la emisión de activos financieros como bonos y acciones, en detrimento de los préstamos bancarios. Nos estamos acercando, aunque todavía estemos muy lejos, a lo que se observa en las economías anglosajonas, especialmente en EEUU. Este nuevo modelo de ahorro/financiación tiene importantes consecuencias para distintos agentes implicados, y no sólo las entidades o los mercados, sino el sector público, las empresas y, especialmente, las familias. Una mayor fracción del ahorro invertido en títulos de renta fija y variable implica la asunción de riesgos de liquidez, de mercado y de crédito que, en ocasiones, puede ser desconocido, excesivo y no recomendable. De esta forma, fórmulas de inversión colectiva como los fondos de inversión o los ETF se configuran como el vehículo idóneo para la materialización del ahorro. Y las fintech, *especialmente los* robo advisors, *como una opción para el asesoramiento y la planificación financiera.*

Palabras clave

Fintech
Robo advisor
Financiación
Instituciones de inversión colectiva
Mercados de capitales

1. El sistema tradicional de intermediación

El sistema tradicional de intermediación del ahorro se representa en el esquema 1. El ahorro se deposita en las entidades financieras que lo transforman en financiación asumiendo dos riesgos: el de liquidez y el de crédito. Su fondeo suele tener un plazo corto de vencimiento o, desde luego, inferior al de los préstamos concedidos. De esta forma, la primera fuente de rentabilidad del servicio de intermediación es aprovechar la habitual pendiente positiva de la curva de tipos de interés. La segunda corresponde al riesgo de crédito. Las entidades financieras son especialistas en este riesgo, frente al de mercado (variaciones de los tipos de interés) que suelen asumir en una menor cuantía (la duración del activo y del pasivo tienden a igualarse en niveles bajos). El riesgo de crédito es al que dedican una mayor cantidad de recursos para analizar, seguir y, en su caso, cubrir. Para hacer frente a una potencial materialización de este riesgo las entidades cuentan con fondos propios. En caso de que se materializase el riesgo de liquidez (por una salida masiva de depósitos o por la imposibilidad de renovarlos) pueden recurrir al banco central, que ejerce su papel de prestamista de última instancia.

Durante la Gran Recesión hemos asistido a momentos de tensión de liquidez, resueltas por el BCE bien mediante las operaciones de financiación a más largo plazo (LTRO), bien mediante la ELA (*Emergency Liquidity Assistance*). Cuando un banco es solvente, la liquidez no es un problema.

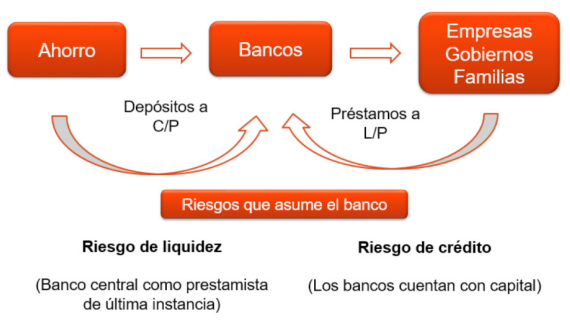
La gran vulnerabilidad de las entidades financieras en la última década ha sido la solvencia. Por un lado, porque las pérdidas en el activo (vía préstamos o vía inversiones) fue muy superior a lo esperado (de ahí que hayan tenido que endurecerse los supuestos de caída del PIB y de repunte de la tasa de paro en los escenarios para los *stress test*[1]). Por el otro, por la constatación del elevado apalancamiento bancario. En una actividad de márgenes tan pequeños (del orden de 100 – 200 pb), conseguir rentabilidad para el accionista (ROE) en línea con el coste del capital sólo es posible mediante el elevado apalancamiento.

Esta no es un conclusión coyuntural (por más que el nivel tan reducido de tipos de interés actuales lo acucie) sino estructural. La banca sólo consigue remunerar al accionista en línea las exigencias de éstos si se apalanca, pero esta estrategia las hace más vulnerables. Especialmente en fases recesivas de la economía, que derivan en quiebras que ponen en peligro la devolución de los depósitos de clientes.

La reacción de las autoridades ha sido clara: elevar las exigencias de fondos propios, lo que en la práctica limita la capacidad de apalancamiento de las entidades crediticias. La consecuencia en términos de ROE también es evidente: una menor remuneración que intensifica el poco apetito de los inversores bursátiles por ampliaciones de capital de los bancos y, por lo tanto, menor capacidad de concesión de crédito por parte de éstos. Si no hay más capital no puede haber más crédito.

Llegamos aquí a una de las primeras ideas del artículo: las actuales exigencias de solvencia derivan en una menor capacidad de financiación de los bancos, esto es, de intermediación del ahorro. Las entidades cuentan con una menor capacidad de asumir riesgo de crédito, en una situación que tiene claros tintes de ser estructural y que obliga a replantearse el sistema financiero. En la zona euro, donde las entidades bancarias son responsables de un 80 % de la financiación (COUR-THIMANN, 2013), vamos a asistir (estamos ya en ello) a un intenso proceso de conversión. Para anticipar su evolución e implicaciones podemos fijarnos en EEUU, país donde el protagonismo de las entidades crediticias es apenas un 25 % de las europeas. Si las entidades financieras no asumen el riesgo de crédito en su balance: ¿quién lo hace?

Esquema 1. El sistema tradicional de intermediación del ahorro

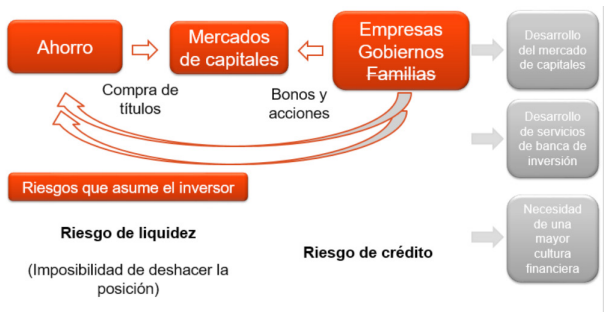


Fuente: Elaboración propia

2. El «nuevo» sistema. El papel de los mercados de capitales

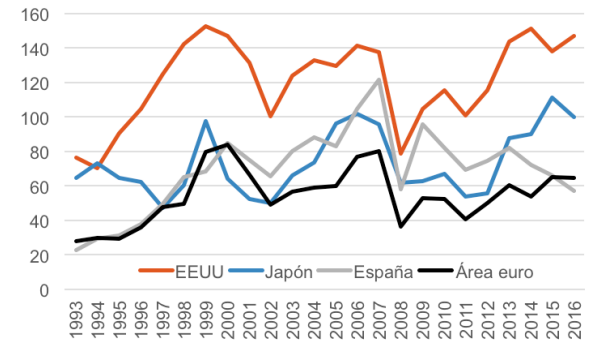
Modificamos el esquema inicial para introducir al sustituto de las entidades financieras como transmisores del ahorro: los mercados de capitales (esquema 2). Si en el modelo tradicional ahorro y necesidades de financiación se encontraban, de forma indirecta, en la entidad crediticia, ahora lo hacen en los mercados financieros. Las empresas o los gobiernos[2] acuden a la bolsa o al mercado de renta fija a captar fondos, que obtienen de los ahorradores, normalmente familias que ahora ya no contratan depósitos. Atención porque en este nuevo esquema tanto el riesgo de liquidez como de crédito pasan directamente al inversor. Las exigencias de capital a las entidades crediticias limitan la capacidad de éstas de asumir riesgo, pero es obvio que alguien debe hacerlo. La normativa, claramente más dura

Esquema 2. «Nuevo» esquema de intermediación del ahorro



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 1. Evolución de la capitalización bursátil como % del PIB



Fuente: Banco Mundial

en materia de fondos propios, limita la capacidad de los bancos de cumplir una de sus funciones sociales: asumir riesgo de crédito y de liquidez. Ahora recae en manos de las familias. Insisto en que este modelo no es nuevo, sino que contamos con una evidencia clara: EEUU, donde lleva en marcha casi 100 años. Hacia ahí nos encaminamos, en un proceso que exige cambios estructurales en la oferta de fondos, en la demanda de financiación y en las estructuras de mercado (caja superior del lado derecho del esquema 2).

Desde el lado de la demanda de financiación, las empresas deben ser conscientes de la utilidad de los mercados de capitales para captar financiación, tanto vía fondos propios (ampliaciones de capital) como mediante la emisión de bonos. La relación tradicional con las entidades financieras gira hacia los inversores, no sólo en el mercado primario, sino también en el secundario. No sólo en el ámbito nacional, sino también en el internacional. La exigencia de información (frecuencia, profundidad, etc.) de los inversores en acciones y renta fija es distinta de la habitual en los comités de riesgos de los bancos. Los responsables financieros de las compañías deben adaptarse a las exigencias, pero también aprovechar las enormes ventajas que se derivan de la captación de fondos en los mercados financieros.

Las entidades también deben adaptarse, aprovechando la oportunidad de negocio que se genera (caja intermedia de la columna derecha del esquema 2). Se hacen necesarios servicios de banca de inversión. Atención, no nos referimos a bancos de inversión que adquieran las emisiones de renta variable o renta fija (eso lo harán los agentes con ahorro), sino a entidades especializadas en emisiones de valores, en presentación de resultados, en relaciones con inversores, etc.

Desde el lado de las infraestructuras, necesitamos contar con mercados de capitales en los que se agilicen los trámites de emisión de valores. Los plazos para la emisión deben acortarse y los costes deben reducirse. Una mayor oferta de emisiones provocará un mayor tamaño del mercado que debe superar las actuales cifras en proporción al PIB. Tanto el de renta fija como el de renta variable. De nuevo, EEUU como paradigma, donde la capitalización bursátil equivale al 150 % del PIB, frente al 60 % que, en media, equivale en Europa. Si nuestra bolsa igualara en importancia a la de EEUU, se canalizarían del orden de 7 billones de EUR nuevos hacia el mercado[3]. Pero también en renta fija privada se debe producir un crecimiento, que se puede estimar en 2 billones de EUR.

Por último, posiblemente el cambio más intenso se producirá desde el lado de la oferta de la financiación. Vamos a asistir a una transformación del ahorrador, que cada vez más se convertirá en inversor. Desde una composición tradicional de su cartera (muy sesgada hacia depósitos) se evolucionará hacia una más avanzada, en la que la renta fija privada y las acciones van a ir ganando protagonismo. Será mucho más normal encontrar inversión directa en bonos y en acciones, lo que implica asumir riesgo de mercado, de crédito y de liquidez.

¿Estamos preparados? Es lógico que en este punto surjan muchas dudas y que la respuesta es «todavía no». Las lagunas de formación son abundantes, y parece imprescindible intensificar la alfabetización financiera (caja inferior de la última fila del esquema 2). Algunas iniciativas ya se han puesto en marcha, pero es obvio que el déficit de conocimiento es importante y que seguramente sea necesaria una generación entera para ello. ¿Quién debe preocuparse y ocuparse de la formación?[4]. Seguramente todas las partes implicadas. Desde los agentes que captarán la financiación hasta los inversores, pasando por los propietarios de las estructuras de mercados, sus reguladores, supervisores e incluso los bancos centrales[5]. Sí, también éstos, dado que los mercados de capitales se

van a convertir cada vez más en transmisores de la política monetaria en detrimento del bancario.

Pero no sólo es necesario intensificar la formación, sino también la protección del inversor. Para ello, la normativa como MiFID II va a ayudar.

En definitiva, consideramos que los mercados de capitales van a sustituir, aunque sea parcialmente en una primera fase, a las entidades financieras en la intermediación del ahorro. La relación entre oferentes y demandantes de fondos se producirá en los mercados de renta fija y renta variable mediante la emisión de bonos y de acciones. Una de las principales implicaciones de este «nuevo» modelo, muy implantado en las economías anglosajonas, es la asunción de riesgos por parte del ahorrador, que se transforma en inversor. Una mayor cultura financiera y una normativa protectora son mecanismos que pueden mitigar estos riesgos, pero es obvio que sólo de una forma marginal. Existen otras vías, como la inversión colectiva, como exponemos a continuación.

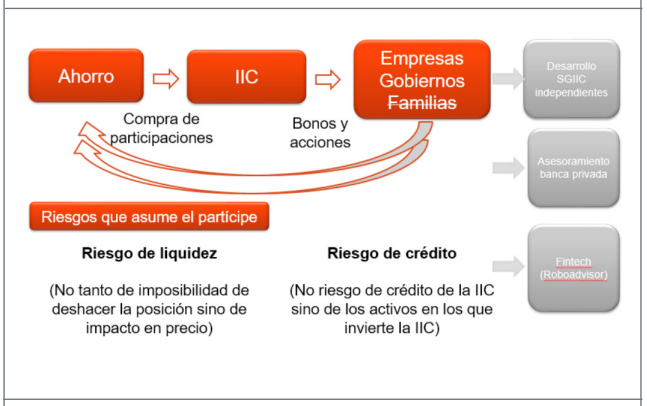
3. La necesidad de diversificar. Las instituciones de inversión colectiva y el asesoramiento financiero

Es sabido que una de las vías de reducir riesgos es mediante la diversificación. Así, una cartera de 25 acciones presenta menos riesgos (tanto de liquidez, como de crédito y de mercado) que una invertida en un solo título. Por lo tanto, la primera estrategia recomendable es contar con una cartera diversificada de acciones. ¿Qué problemas surgen a la hora de aplicar esta idea? En muchos casos, el tamaño de la cartera. En otros, la limitación de acceso a mercados internacionales.

El ahorrador medio, aquel que estamos suponiendo que no va a renovar su depósito bancario sino que va a optar por invertir en acciones, puede que no tenga un patrimonio lo suficientemente elevado como para tener una cartera de una veintena de títulos. Y, desde luego, no cuenta con los conocimientos como para construirla de forma diversificada internacionalmente. La solución es una institución de inversión colectiva (IIC) esto es, un patrimonio en el que la rentabilidad que se va a conseguir es independiente de la cantidad invertida. Una suerte de democratización de las gestión de carteras, por la que un partícipe de 1.000 EUR va a tener la misma cartera (diversificada, gestionada por un profesional, líquida, etc.) que otro que ha invertido 1.000.000 de EUR. Los fondos de inversión se configuran como el vehículo ideal para la materialización del cambio estructural del mecanismo de intermediación del ahorro al que nos estamos refiriendo.

Ahora bien, es obvio que por muy diversificada que esté la cartera del fondo de inversión de renta variable en el

Esquema 3. Esquema de intermediación del ahorro mediante instituciones de inversión colectiva



Fuente: Elaboración propia

que invirtamos, tendremos riesgo sistemático («beta»). Será necesario avanzar en el proceso de construcción de la cartera incorporando más fondos de inversión de activos descorrelacionados, como puede ser la renta fija. Construimos así carteras balanceadas en las que la volatilidad es inferior a la suma de las volatilidades de sus componentes. Si, además, incorporamos exposición a divisa, mejoraremos el binomio rentabilidad / riesgo a medio y largo plazo.

Una cartera de fondos de inversión parece, por lo tanto, una acertada manera de vehiculizar la transición de ahorrador a inversor. Pero siguen apareciendo problemas en su implantación práctica: ¿cuántos fondos se deben comprar? Y, lo que es más relevante, ¿qué fondos debo adquirir? La oferta es enorme: más de 20.000 fondos.

Seguimos avanzando en la cadena de la transformación y llegamos al punto en el que es necesario contar con un asesoramiento financiero. Ante su relevancia (las autoridades económicas comparten el diagnóstico de que la inversión colectiva es una buena vía para consolidar nuevos canales de intermediación del ahorro) MiFID II se encarga de aportarnos terminología: asesoramiento independiente, asesoramiento no independiente y gestión discrecional de carteras[6].

Vamos completando el esquema. Así, un agente que necesite financiación acudirá al mercado de capitales donde emitirá un bono o colocará acciones, que serán adquiridas por un gestor de una institución de inversión colectiva. De forma simultánea, un ahorrador contratará a un asesor financiero (caja central de la parte derecha del esquema 3) que le construirá una cartera de fondos de inversión, eligiendo en cada momento la composición por activos que mejor encaje con el perfil de riesgo y con la posición cíclica de la economía, así como las perspectivas para los mercados financieros. Fondos que, por cierto, serán cada vez con más

Esquema 4. MiFID

Fuente: Elaboración propia

frecuencia gestionados por SGIIC independientes (caja superior de la parte derecha del esquema 3) [7].

4. El papel de las fintech

Prestar un servicio de asesoramiento financiero de calidad e independiente no es ni fácil, ni barato. La necesidad de contar con analistas altamente cualificados y con herramientas tecnológicas de valor añadido implica costes de estructura y mantenimiento que necesariamente se deben trasladar al cliente. MiFID II limita el cobro implícito vía retrocesiones (está prohibido en el «asesoramiento independiente») y se trata de generalizar el cobro directo al cliente.

Surgen en este punto dos problemas. El primero, vinculado a la dificultad de que, al menos por el momento, el cliente sea consciente de la necesidad de pagar por el asesoramiento. Tal vez condicionado por el pasado (cuando el pago era implícito) no tiene interiorizada, como sí sucede con otros profesionales (abogados, médicos, psicólogos, etc.), la necesidad de pagar. Es un proceso de asimilación en el que estamos y que, aunque es gradual, terminará por implantarse. A ello está ayudando MiFID II. Problema, por lo tanto, relativamente resoluble en el que la calidad de servicio y la libre competencia marcará los márgenes a aplicar (seguramente sean inferiores a lo que pensamos, pero ese debate escapa del objetivo de este artículo).

El segundo problema hace referencia a aquellos inversores que cuenten con un capital reducido. No es posible la aplicación de un porcentaje de comisión sobre el patrimonio dado que si éste no es elevado, la comisión a aplicar seguramente no cubrirá los costes fijos en los que incurre el asesor. Se impone un importe mínimo que es muy posible que sea similar (o incluso superior) a la rentabilidad esperada de la cartera.

En definitiva, la demanda de asesoramiento financiero independiente y de calidad, que necesita todo ahorrador que se ha convertido en inversor, posiblemente no encontrará una oferta que encaje si el patrimonio no alcanza un umbral que, mucho nos tememos, está claramente por encima de la cartera media[8] (Finanbest, 2017). Se producen de esta forma «huérfanos de asesoramiento», esto es, inversores con importes relativamente significativos que no encuentran profesionales de calidad que les quieran o puedan prestar el servicio. Parece necesaria una necesaria reducción de costes en la prestación de servicios, por lo que inmediatamente surge la idea de las *fintech* y del papel que pueden jugar.

Fintech o *Financial Technology* (tecnología financiera) es aquel segmento de la industria financiera que aplica tecnología para prestar servicios como pagos, remesas, intercambio de moneda, financiación, gestión de riesgos, comparador de ofertas de productos financieros, *trading*, seguimiento de finanzas personales y asesoramiento en materia de inversión.

Dentro de las *fintech* se engloban aplicaciones, procesos, productos o modelos de negocio que, puestos a disposición del cliente vía internet, permiten a éste contar con un servicio que normalmente ya es prestado por una entidad financiera. De hecho, las *fintech* no buscan crear un nuevo producto sino captar parte de la cuota de mercado de las grandes entidades aprovechando su menor coste del servicio, la mejor experiencia de usuario y la innovación. Por el enfoque de este artículo, es interesante resaltar que el menor coste del servicio se debe a la automatización y estandarización y al hecho de que pueden tener fuentes de ingresos adicionales como el *big data*.

Aunque estamos todavía en un estado inicial de desarrollo, es obvio que por las características de estas empresas financieras basadas en tecnología, serán claves en la transformación de los canales de transmisión del ahorro. Y, de todas ellas[9] los *robo advisors* son el ejemplo más claro.

5. Una especial consideración a los robo advisors

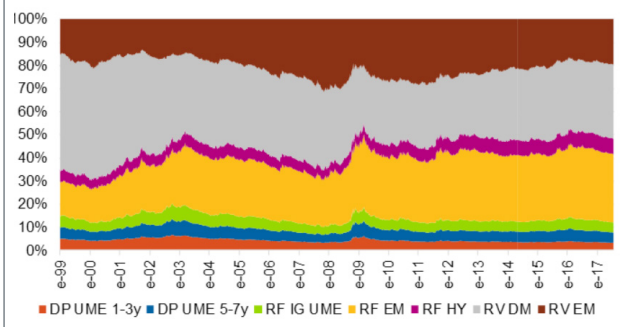
¿Qué es un *robo advisor*? Es un proveedor de un servicio financiero, en concreto, el asesoramiento y, en varios casos, la materialización de una inversión en activos financieros. Ésta se realiza en función del perfil de riesgo del inversor y el servicio incluye el seguimiento y, en su caso, de los cambios en la composición de la cartera. Un *robo advisor* es una *fintech* que, basada en exclusiva en páginas web, genera carteras modelo, normalmente de fondos de inversión. Su proceso se refleja en el esquema 5. Se puede comprobar que es aplicable a cualquier cliente, independientemente del volumen de su patrimonio financiero. No en vano, eso es lo que estamos buscando: contar con un apoyo profesional en la transición de ahorrador a inversor (facilita, por lo tanto, la «inclusión financiera»).

Las carteras que ofrecen los *robo advisors* están diversifi-

Esquema 5. Pasos del servicio de asesoramiento de un robo advisor

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 1. Evolución de los pesos por activos de una cartera «buy and hold»



Fuente: Elaboración propia

cadas ya que se configuran como una cesta de fondos. La clave reside en que cuente con un buen perfilador que determine el nivel de riesgo del cliente y le asigne la cartera que mejor se adapte.

La diferencia es que puede ofrecerse a patrimonios pequeños dado que la comisión es reducida ya que el servicio se presta en exclusiva por internet, las carteras son idénticas para todos los clientes que comparten perfil de riesgo y los fondos en los que invierten son pasivos, lo que implica que tengan menores comisiones de gestión.

De forma adicional a estas características básicas, algunos *robo advisors* incluyen un algoritmo de cálculo en el proceso de construcción de la cartera. De esta forma, la distribución estratégica de activos (el denominado *asset allocation*) responde a los resultados que arroje el modelo, tratando de interferir lo menos posible en la construcción de la cartera. Un modelo de gestión de activos pensado para el largo plazo y basado en la gestión pasiva evita cambios frecuentes en la composición por activos. Se descarta la posible generación de alfa mediante el *market timing*, técnica de gestión que, desde luego, implica importantes costes, al tener que contar con importante capital humano en la gestión.

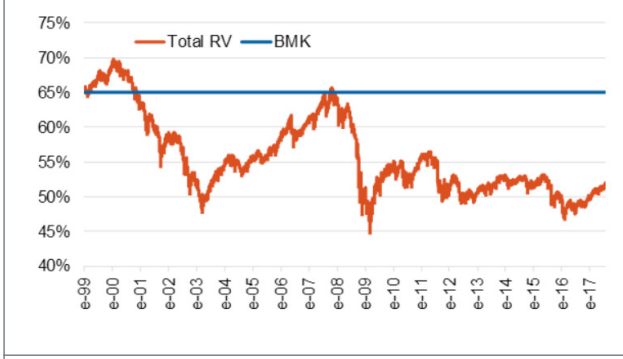
Un *robo advisor* defiende que el *asset allocation* es la principal fuente de generación de rentabilidad y que la gestión pasiva es más rentable, en períodos largos de tiempo, que la gestión activa. Así, se ahorra los costes derivados de contar con un equipo de analistas en la construcción de carteras, así como las comisiones de los gestores activos.

En este punto es importante distinguir entre gestión pasiva y «buy and hold». En el primer caso, los pesos por categorías de activos permanecen constantes, lo que obliga a hacer rebalanceos. En el segundo, la evolución relativa del precio de los activos provoca cambios en la exposición real de la cartera por activos.

Veámoslo con un ejemplo. Supongamos una cartera cuyas ponderaciones son 10 % deuda pública, 5 % renta fija privada, 15 % renta fija emergente, 5 % renta fija *high yield* y 65 % renta variable, dividida a su vez entre mercados desarrollados (50 %) y emergentes (15 %). Una gestión «buy and hold» construirá la cartera el primer día (1 de enero de 1999 según nuestro ejemplo) y no hará ninguna modificación (pura gestión pasiva podríamos pensar). Se puede comprobar (gráfico 1) cómo los pesos cambian, por lo que no es posible decir que es una gestión pasiva. Una «pura» gestión pasiva será aquella que mantenga constantes los porcentajes de inversión por activo, para lo que será necesario un rebalanceo. Una gestión pasiva deberá vender aquellos activos que muestran una mejor evolución para comprar los que lo hacen peor.

Para ilustrarlo mejor, en el gráfico 2 se representa sólo la evolución de la exposición a renta variable. Recuérdese que el nivel de partida era el 65 %. Se observa cómo está en ese nivel en apenas unas sesiones. En el inicio de la cartera aumenta como consecuencia de la revalorización de las cotizaciones bursátiles y llega a suponer el 70 %. Pero años después, con la corrección de los precios y la subida de las cotizaciones de los bonos, se reduce hasta el 45 %. ¿Es correcto, por lo tanto, considerar gestión pasiva a una

Gráfico 2. Evolución del peso de la renta variable de una cartera «buy and hold»



Fuente: Elaboración propia

Tabla 1. Pesos por activos de una cartera «buy and hold»

	DP UME 1-3y	DP UME 5-7y	RF IG UME	RF EM	RF HY	RV DM	RV EM
Media	4,3%	4,8%	4,7%	25,0%	5,5%	34,5%	21,2%
Mínimo	2,9%	3,4%	3,4%	14,1%	4,0%	24,8%	13,1%
Máximo	6,8%	7,0%	6,8%	31,8%	6,9%	50,7%	31,5%

Fuente: Elaboración propia

cartera cuya exposición a renta variable oscila entre el 45 % y el 70 %, cuando la referencia central era el 65 %? Parece que no.

Para mantener una posición constante del 65 % es necesario llevar a cabo rebalanceos. ¿Con qué frecuencia? Es claro que si queremos tener ese porcentaje de manera constante los rebalanceos deben ser diarios. Pero no es menos claro que, en la práctica, es inviable[10]. Se debe buscar el número óptimo de rebalanceos que garantice una cartera lo «bastante similar» a la referencia pero que implica asumir los menores costes posibles. La práctica habitual es establecer un margen porcentual de desviación del peso de renta variable. Así, para una cartera como la expuesta en el ejemplo, si se limita la desviación al +/-1 % se deben realizar unos 34 cambios anuales. La frecuencia cae hasta 7 si el margen tolerado es +/-3 %.

En conclusión, los *robo advisors* se configuran como una opción válida para la transición del ahorro a la inversión. Sus reducidos costes permiten que puedan acceder al servicio pequeños patrimonios, contribuyendo de esta forma a la inclusión financiera. Pero no sólo, un patrimonio elevado también puede optar por invertir a través de esta *fintech*, sobre todo si considera que la gestión activa no aporta valor. La pieza fundamental de un *robo advisor* es la gestión pasiva (precisamente el componente que permite unas menores comisiones de asesoramiento). Otra es el horizonte de inversión a largo plazo. ¡Qué bueno para la estructura económica y financiera de un país sería que los inversores se alejaran de la visión corto placista tan habitual de los mercados financieros! A ello pueden contribuir los *robo advisors*. Si los inversores no se preocuparan tanto por las variaciones a corto plazo de los precios, seguramente los gestores empresariales también tomarían decisiones con un horizonte de inversión a largo plazo. ¿En cuántas ocasiones los directivos de compañías habrán descartado procesos de inversión a largo plazo pensando en el impacto a corto plazo en el precio de la acción? Evidentemente, este es otro tema que excede el contenido de este trabajo, pero que se debe abordar si consideramos que cada vez una mayor parte de la financiación empresarial se realizará vía mercados de capitales. Necesitamos que las empresas tomen decisiones a largo plazo y, para ello, debe existir una coherencia en el plazo con los inversores. Los *robo advisors*, pueden contribuir a ello. Como también a que los inversores profesionales (vía ETF o fondos de inversión) vayan representando una mayor cuota en la tenencia de acciones y bonos.

Tabla 2. Número de cambios anuales en función de la desviación tolerada y del peso en renta variable

	Número de cambios anuales				
Desviación	1%	2%	3%	4%	5%
Cartera10	2	1	1	0	0
Cartera20	11	3	2	1	1
Cartera30	25	9	4	3	2
Cartera40	34	13	7	3	3
Cartera50	43	18	10	6	3

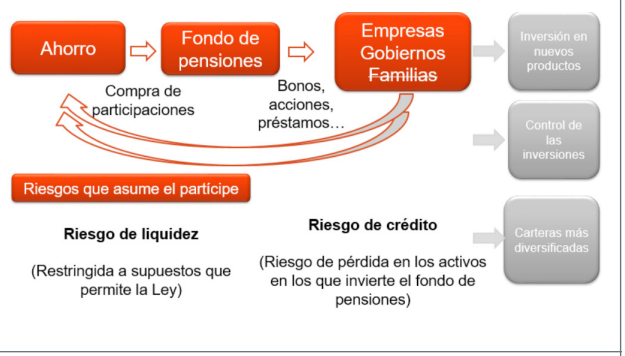
Fuente: Elaboración propia

Recuadro 1. El papel de los fondos de pensiones en el nuevo esquema de intermediación del ahorro

En pleno debate sobre la sostenibilidad de las pensiones públicas, los instrumentos de previsión social se configuran como una de las piezas claves, no sólo para garantizar la capacidad adquisitiva del pensionista futuro, sino también para financiar la economía real. El trabajador en activo aporta de forma directa (él mismo), o indirecta (a través de la compañía en la que está empleado) de forma periódica una determinada cantidad en el fondo de pensiones de empleo (o en un fondo de pensiones de una determinada entidad financiera). El fondo se configura como una parte más o menos de su ahorro financiero, aquel con un horizonte temporal de más largo plazo. En línea con lo expuesto a lo largo de este artículo, una de las grandes ventajas de este tipo de

vehículos es que están diversificados y gestionados por profesionales (además del tratamiento fiscal de las aportaciones). Tres son sus inconvenientes: liquidez (aunque ahora, gracias a los recientes cambios normativos, existen más supuestos para reembolsar la inversión), las comisiones (también se están reduciendo y, en cualquier caso, son bajas para los fondos de empleo) y el tratamiento fiscal de los rescates. Pero las ventajas superan claramente los inconvenientes lo que deriva en un aumento de la importancia relativa en el patrimonio financiero. Así es, al menos, en la mayoría de países desarrollados, en una comparativa en la que nuestro país sale muy retrasado: apenas suponen un 10% del PIB, frente a medias del 50%/60% en la OCDE (INVERCO, 2017). Entendemos que su importancia relativa se irá incrementando ante la constración por parte del ahorrador de que aportando a su plan de pensiones cuenta con una gestión profesional y con una cartera diversificidada. Lo que estaba buscando: un "huérfano" tiene a su disposición ahora una alternativa par su dinero. Los fondos de pensiones son un engranaje más la transformación estructural a la que estamos haciendo referencia en este artículo.

Esquema A. Esquema de intermediación del ahorro mediante fondos de pensiones

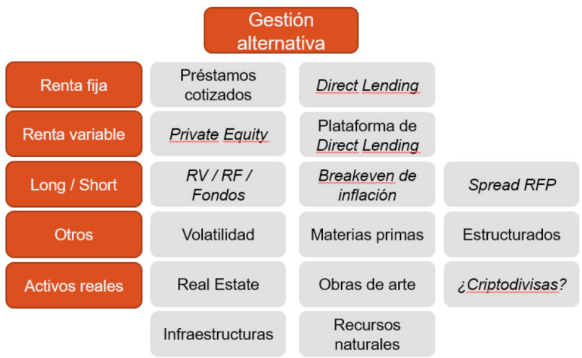


Fuente: Elaboración propia

Pero los fondos de pensiones de empleo pueden ejercer un papel dinamizador adicional gracias a su horizonte de inversión a largo plazo que permite, no tanto asumir un mayor peso en renta variable, como sí tomar posiciones en activos menos líquidos pero con mayores expectativas de rentabilidad y descorrelación con los más habituales. Nos referimos a los activos alternativos. No es fácil caracterizar un activo alternativo, pero algunas de sus características comunes es que presentan (o así lo pretenden) descorrelación con los mercados tradicionales y que no cotizan en mercados públicos. La primera propiedad les dota de un elevado atractivo para complementar (y diversificar) carteras tradicionales de activos (más aún en un contexto de tipos de interés reducidos) y la segunda obliga a tener una visión de largo plazo (tan necesaria, en mi opinión).

Según se recogen en el esquema B, estos engloban desde préstamos a empresas, tanto comprados una vez originados por las entidades crediticias ("fondos de loans") como concecidos de forma directa por el fondo (direct lending), que toma así el relevo a un banco, hasta inversión en infraestructuras o recursos naturales. Carteras más diversificadas, que asumen riesgo de liquidez, de mercado o de crédito, con implicaciones en las necesidades de servicios. Las comisiones de control de los fondos de pensiones velan por que se cumpla la política de inversión (que ellos mismos hana aprobado), por los activos en los que se invierte y, muy relevante según la estructura de este artículo, por transmitir al resto de inversores información sobre la rentabilidad de la cartera, sobre su composición, etc. En definitiva, aportar en esa función pedagógica a la que hemos hecho referencia anteriormente.

Esquema B. Activos alternativos



Fuente: Elaboración propia

Conclusiones

La crisis financiera de 2008 reveló los riesgos sistémicos derivados de un sistema crediticio excesivamente apalancado. La reacción de las autoridades ha sido clara: incrementar

las exigencias de fondos propios, con implicaciones tanto en términos de rentabilidad (ROE) como, sobre todo, en la capacidad de asunción de riesgo de crédito. Todo ello, en un contexto de tipos de interés muy bajos durante un período de tiempo prolongado va a limitar la capacidad de intermediación del ahorro por parte de las entidades crediticias. Son necesarios nuevos canales, entre los que podemos destacar los mercados financieros, como ya sucede en las economías anglosajonas, especialmente EEUU. Este mecanismo deriva en la asunción por parte del ahorrador del riesgo de liquidez, mercado y crédito, en una transformación hacia el inversor que exige dotación de conocimiento financiero y, preferiblemente, horizonte de inversión a largo plazo. Para mitigar los riesgos son muy útiles las instituciones de inversión colectiva y vehículos similares como fondos de pensiones. Pero esta solución es sólo parcial, dado que un porcentaje elevado de inversores puede que no sean capaces de elegir de forma correcta el fondo o cesta de fondos que mejor se adapte a su perfil de riesgo. Se impone un servicio de asesoramiento financiero que, para que sea de calidad, es costoso en su implantación y desarrollo. El universo *fintech* aparece como una solución válida, gracias a sus menores costes de mantenimiento y de ejecución gracias al recurso en exclusiva a internet y a la estandarización de las carteras. Así pues, para la imprescindible reforma estructural que supone aumentar la importancia relativa de los mercados de capitales como transmisores del ahorro, las *fintech* y, especialmente los *robo advisors*, pueden jugar un papel muy relevante. Además de facilitar la materialización de la inversión, permiten la inclusión financiera (pueden acceder a este servicio capitales muy reducidos) e incentivan la inversión a largo plazo (uno de los pilares de la gestión pasiva). Pero no sólo pueden facilitar la financiación empresarial (demanda de fondos), sino también la consecución de carteras diversificadas rentables a largo plazo (oferta de dinero). No obstante, consideramos que el *robo advisor* sólo es una de las piezas de las herramientas necesarias para un correcto seguimiento y planificación de las finanzas personales. Se pueden, y deben, combinar con simuladores que permitan planificar los hitos vitales y calcular de esta forma el ahorro necesario para conseguirlo. Porque para realizar una correcta planificación es imprescindible poder calcular el impacto fiscal de las decisiones de inversión y desinversión. A ello, ayudaría también, desde luego, un marco fiscal menos errático y predecible. Ese es otro aspecto a considerar en toda reforma estructural de una economía que pretenda facilitar la financiación del tejido productivo, tanto el material, como especialmente el inmaterial (Haskel, 2018): la estabilidad del régimen tributario.

Referencias bibliográficas

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES. *El impacto de la crisis económica y financiera en la inversión colectiva y en el ahorro-previsión*. Fundación Inverco. 2010.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES. *Guía del sistema financiero español*. Sexta edición. 2012.

CANO MARTÍNEZ, D. *El ahorrador inteligente*. Espasa. Enero de 2014.

CANO MARTÍNEZ, D. *Desbancarización española*. Economía Exterior. 74. Otoño 2015. Páginas 41 – 48.

CANO MARTÍNEZ, D. *Crecer reduciendo la financiación bancaria*. El Alcázar de las Ideas 11 de enero de 2017. https://elalcazardelasideas.blogspot.com.es/2017/01/crecer-reduciendo-la-financiacion.html

CANO MARTÍNEZ, D. *65 billones de USD* David Cano´s Corner. Asset. 12 de diciembre de 2017. https://asset.es/2017/12/12/65-billones-de-usd/

COUR-THIMANN, P, WINKLER, B. *The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure*. Working Paper Series. 158. Abril 2013.

FINANBEST. *Estudio sobre el ahorro de las familias*. Mayo de 2017.

INVERCO. *Informe anual de IIC y fondos de pensiones*. 13 de febrero de 2018.

HASKEL, J y WESTLAKE, S. *Capitalism without capital*. Princeton University Press. 2018.

Notas

1. Ver http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing.

2. No así las familias, al menos de momento, dado los importes más pequeños de financiación. En el futuro, tecnologías como blockchain podrán facilitar la financiación intrafamilias.

3. 1 billón en el caso de España, donde el mercado bursátil supone el 55 % del PIB.

4. ¿Y financiarla?

5. Cada vez en mayor medida los mercados de capitales serán transmisores de la política monetaria, en detrimento de los bancos que, también aquí irán perdiendo importancia relativa.

6. En el portal de la CNMV se puede encontrar abundante información.
http://cnmv.es/portal/MiFIDII_MiFIR/MapaMiFID.aspx

7. Esta es otra de las implicaciones que esperamos se produzca como consecuencia de la transformación de los canales de transmisión, la mayor cuota de gestoras de fondos de inversión independientes. De nuevo, nos fijamos en el caso estadounidense.

8. Hay que tener en cuenta que es muy posible que el inversor tenga diversificado su patrimonio en 2 o 3 entidades que aplicarán esa tarifa mínima. Aunque el total del patrimonio pueda superar «el umbral de rentabilidad para el asesor» al dividirlo entre varias entidades puede suceder que en ningún caso, al aplicar las comisiones mínimas, sea rentable contratar el asesoramiento.

9. En http://spanishfintech.net/mapa-fintech-espana/ se puede obtener un lista actualizada de las fintech españolas.

10. Recuérdese que una parte de los clientes tendrán carteras de reducido volumen, por lo que cambios de porcentajes reducidos supondrán compras y ventas de fondos de inversión por apenas unos pocos euros.

Sobre el autor

David Cano Martínez: Socio de Analistas Financieros Internacionales

Otras publicaciones ODF

Oct	2018	DT	**La Crisis Financiera 2007-2017**	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	**Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017**	Marc Montemar Parejo y Dra. Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	**Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español**	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	**Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las empresas españolas**	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	**LAS SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?**	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	**Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente**	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	**La segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado**	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	**"*Factor investing*», el nuevo paradigma de la inversión**	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	**La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea**	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	**El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión**	Eloi Noya
Oct	2017	NT	**Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales**	Alex Bardaji
Set	2017	NT	**El proceso de fundraising: Como atraer inversores para tu Startup**	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	**Clases de ETF según su método de réplica de *benchmarks* y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez**	Josep Bayarri Pitchot
May	2017	NT	**Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días**	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	**Indicadores de coyuntura en un nuevo entorno económico**	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	**La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional**	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	**Basilea III y los activos por impuestos diferidos**	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	**El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico**	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	**MAB: Una alternativa de financiación en consolidación**	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	**Brasil, un país de futuro incierto**	Carlos Malamud
May	2016	DT	**La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión**	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	**Shadow Banking: Money markets' odd relationship with the law**	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	**El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo**	José Mª Martín-Moreno
Feb	2016	NT	**Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM**	David Cano
Ene	2016	DT	**1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión**	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	**¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales**	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	**Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?**	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	**Revitalizando el mercado de titulizaciones en Europa**	Rosa Gómez Churruca Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	**Ganancias de competitividad y deflación en España**	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	**Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas**	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	**China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?**	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	**Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?**	Pilar de Torres

Oct	2014	NT	**El bitcoin y su posible impacto en los mercados**	Guillem Cullerés
Sep	2014	NT	**Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC**	Enric Ollé
Mar	2014	DT	**Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?**	Celia de Anca
Dic	2013	DT	**Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?**	José María Raya
Nov	2013	DT	**El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?**	Xavier Combis
Sept	2013	DT	**CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC**	Edmond Aragall
May	2013	DT	**La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional**	José María Raya
Abr	2013	NT	**Introducción al mercado de derivados sobre inflación**	Raúl Gallardo
Abr	2013	DT	**Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?**	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	**Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado**	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	**Brent Blend, WTI…¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?**	José M. Domènech
Oct	2012	L	**Arquitectura financiera internacional y europea**	Anton Gasol
Sep	2012	DT	**El papel de la inmigración en la economía española**	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	**Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF**	José María Raya
Abr	2012	NT	**Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)**	Ignacio Fernández
Mar	2012	M	**La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales**	César Villazon Lina Salou
Dic	2011	NT	**La inversión socialmente responsable. Situación actual en España**	Mª Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	**Relaciones de agencia e inversores internacionales**	Aingeru Sorarrain Olga del Orden
Oct	2011	NT	**De la heterodoxia monetaria a la heredoxia fiscal**	Sergi Martrat
Jun	2011	DT	**Derivados sobre índices inmobiliarios.Características y estrategias**	Rafael Hurtado
May	2011	NT	**Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente**	Ricard Climent
Mar	2011	NT	**Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles**	Alejandro Scherk
Dic	2010	NT	**Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cúando utilizarlos?**	Juan Mascareñas Marcelo Leporati
Nov	2010	NT	**Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino**	M Belén Guercio
Oct	2010	DT	**Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática**	Jordi Planagumà
Jun	2010	DT	**Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito**	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	**La reforma de la regulación del sistema financiero internacional**	Joaquín Pascual Cañero
Feb	2010	NT	**Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito**	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	**Diferencias internacionales de valoración de activos financieros**	Margarita Torrent
Ene	2010	DT	**Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis**	David Martínez Turégano

Ene	2010	NT	**La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios**	Margarita Torrent
Nov	2009	DT	**Análisis del TED spread la transcendecia del riesgo de liquilidez**	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica

L: Libro