

IEAF | FEF

INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

Inversión y crecimiento sostenible: retos y oportunidades en la gestión profesional del ahorro

Noviembre 2020

Documento de Trabajo N.º 21

ISBN: 978-84-09-24318-1

Depósito Legal: M-27255-2020

Edita: Fundación de Estudios Financieros



Presentación	5
1. Un nuevo entorno estructural para la gestión profesional del ahorro	7
2. Rol del ahorro en la economía	11
3. El ahorro en España. Nivel, composición y tendencias futuras	15
4. La industria de gestión de activos. Su papel en la economía	33
5. Retos y oportunidades de la gestión profesional del ahorro y líneas de acción	43
Fomento del ahorro	45
Relación con el cliente y diseño de productos	48
La búsqueda de rentabilidad en un entorno de tipos de interés bajos	54
Estrategia de precios	56
Modelos operativos y eficiencia en costes	60
Disrupción tecnológica	61
Regulación del sector	64
Nuevos operadores	66
6. Conclusiones	67
Anexo. Impacto del covid-19 en el sector de gestión de activos¹	71

¹ El presente estudio se completó previamente a la situación de pandemia del COVID-19. Esta sección se ha añadido con posterioridad en Mayo 2020, manteniéndose el resto del estudio en los términos en que se redactaron originalmente.



Equipo de trabajo	77
Documentos de Trabajo FEF	79
Entidades Patrono de la Fundación de Estudios Financieros	81



PRESENTACIÓN

El sector de la gestión profesional del ahorro constituye una parte relevante del sector financiero tanto por su importancia macro y microeconómica como por el conjunto de oportunidades y retos a los que se enfrenta en los próximos años.

El presente estudio se dirige a analizar esas cuestiones y se enmarca dentro de una iniciativa de análisis de los retos y oportunidades del sector financiero español que, bajo el título de “La Banca en el Siglo XXI: retos y respuestas” ha puesto en marcha la Fundación de Estudios Financieros. En concreto, este trabajo, coordinado por EY, se centra específicamente en el rol del sector de gestión de activos planteándose las siguientes cuestiones principales:

- El rol de la gestión profesional del ahorro en el escenario de cambios estructurales que se han producido en el sector financiero en los últimos años.
- La importancia del ahorro en la economía y el valor añadido del sector de gestión de activos en la optimización del mismo.
- Las características y retos diferenciales que el sector de gestión de activos tiene en España respecto del de países de nuestro entorno.
- La oportunidad para la aportación de valor por parte del sector en el contexto de los retos estructurales y coyunturales de la economía.
- Las formas de transformar estos retos en oportunidades de negocio.



- El grado de preparación del sector para afrontar esas oportunidades y retos y los potenciales obstáculos que puede encontrar en ese camino.
- Un análisis de las principales líneas de acción que puede adoptar el sector ante estos retos.

Para la elaboración de este estudio, la Fundación en coordinación con EY ha constituido un equipo de trabajo formado por especialistas de reconocida experiencia en este sector y que han contribuido con su visión de cada uno de los temas mencionados.

Así, durante los últimos meses, el equipo de trabajo ha mantenido una serie de reuniones en las que se han identificado los temas y cuestiones relevantes para el sector así como los principales retos y preparación de la industria para abordarlos. El presente documento pretende reflejar los principales análisis y conclusiones alcanzados durante esas sesiones.

La Fundación agradece a todas las personas que han intervenido en este proyecto y especialmente a EY por su apoyo a esta iniciativa y por haber realizado una gran labor de coordinación de los distintos expertos en las materias que han sido objeto de debate.

Confiamos en que el documento aporte una buena visión de conjunto de la industria de gestión profesional del ahorro en España y que sirva como base para el debate y para la reflexión sobre su futuro.

Me gustaría aclarar que el presente estudio se completó previamente a la situación de pandemia del COVID-19. Dado que el estudio se centra en cuestiones estructurales de largo plazo, el estudio se ha mantenido en sus términos originales si bien se ha añadido en mayo 2020 un anexo analizando el impacto de las consecuencias económicas de la pandemia en este sector.

Jorge Yzaguirre

Presidente de la Fundación de Estudios Financieros



1. UN NUEVO ENTORNO ESTRUCTURAL PARA LA GESTIÓN PROFESIONAL DEL AHORRO²

La industria de gestión de activos -entendida como aquella parte del sector financiero especializada en la captación de recursos financieros de los ahorradores para su posterior gestión e inversión en una variedad de productos financieros- tiene un rol muy relevante administrando el ahorro de individuos, familias y empresas y, a través de esa gestión, optimizarlo en función de las necesidades y preferencias de sus clientes³. La importancia de esta industria descansa por tanto en dos pilares fundamentales. En primer lugar, el ahorro es esencial para una economía y, por tanto, contar con una industria que lo gestione de forma eficiente es clave para potenciarlo. Y, en segundo lugar, la industria gestiona recursos privados (de particulares e instituciones) con los que los agentes económicos cuentan para satisfacer sus necesidades económicas futuras.

El sector de gestión de activos se enfrenta a retos relevantes: la búsqueda de rentabilidad, una situación prolongada de tipos de interés bajos e incluso negativos,

² El presente estudio se completó previamente a la pandemia COVID-19. A partir de este punto se incluye el estudio en sus términos originales, habiéndose añadido la sección previa en Mayo 2020.

³ La industria de gestión profesional del ahorro se conoce también como industria de gestión de activos, a partir de su nombre en inglés (*Asset Management Industry*). En este estudio se utilizarán ambos nombres indistintamente.



la regulación de la industria y la competencia de nuevos operadores hacen que el sector deba adaptarse para poder continuar jugando su papel de optimizador del ahorro. De hecho, estos retos constituyen una oportunidad para el sector para aportar valor desde la gestión profesional y especializada del ahorro en el actual entorno económico, desde el punto de vista de la adecuación a las necesidades y capacidad del inversor, cumplimiento de la regulación y transparencia hacia el cliente.

En este estudio analizamos esos retos y tendencias futuras que, con alta probabilidad, condicionarán la evolución del sector de gestión de activos en los próximos años. El análisis de estos retos parte de la comprensión del entorno en el que debe operar.

La crisis económica y financiera de los últimos años ha provocado sustanciales cambios estructurales en la economía en su conjunto y en el sector financiero.

Desde el punto de vista de la economía en general el entorno post-crisis ha vivido cambios sustanciales más allá del evidente impacto en crecimiento. Los tipos de interés se han situado en niveles históricamente bajos e incluso negativos fruto fundamentalmente del esfuerzo de la política monetaria por apoyar la recuperación económica. Asimismo, en muchos países ha habido un fuerte aumento del déficit y endeudamiento público, con repercusión también en la inversión.

En el sector financiero se ha producido una fuerte consolidación, una reducción de la rentabilidad y una profunda revisión del marco regulatorio en aspectos tales como el capital, la liquidez, el gobierno corporativo y la protección del inversor y ahorrador. En el ámbito europeo y en parte como colofón de este proceso se ha creado la Unión Bancaria.

Este es el entorno en el que el sector financiero en general y la industria de gestión profesional del ahorro en particular debe encontrar su lugar y su oportunidad de aportación de valor. En el caso del sector de gestión de activos, al que se dedica este estudio, su rol y oportunidad de creación de valor entronca con la importancia clave que tiene el ahorro en el marco estructural descrito. La importancia del ahorro para individuos, familias y ahorradores institucionales se acrecienta con el contexto presentado de retos económicos y demográficos. Como respuesta a esos retos se hace más necesario fomentar un ahorro eficiente, sistemático, a largo plazo y planificado, así como optimizar ese ahorro.



Un nuevo entorno estructural para la gestión profesional del ahorro

La estructura adoptada por este informe para el análisis de los retos y oportunidades de la industria de gestión de activos es la siguiente. En primer lugar, se analiza el rol del ahorro en la economía, sus determinantes y sus perspectivas de evolución. A continuación, se estudian las características estructurales del ahorro en España. En tercer lugar, se presenta una visión general de la industria, su estructura y principales cifras. Finalmente se analizan los principales retos y oportunidades a los que se enfrenta la industria y cómo puede abordarlos y aportar valor.



2. ROL DEL AHORRO EN LA ECONOMÍA

2.1. El papel del ahorro.

El ahorro juega un papel fundamental, proporcionando autonomía financiera al ahorrador y al conjunto de la economía.

Desde un punto de vista microeconómico, los individuos y familias ahorran para poder financiar su consumo futuro y así suavizar su senda de consumo, de forma que no dependa estrictamente de su renta en cada periodo. Las empresas, por su parte, ahorran para poder financiar inversión que aumente su capacidad productiva y se traduzca en una mayor rentabilidad futura o bien para reforzar su posición de capital. Desde esta perspectiva microeconómica un ahorro insuficiente puede llevar a problemas de incapacidad económica de cubrir necesidades vitales, falta de inversión, deterioros de productividad y dependencia del endeudamiento.

Desde el punto de vista macroeconómico el ahorro juega el papel de servir de financiación a la inversión. La inversión, a su vez, permite el desarrollo de nuevas tecnologías, nuevos productos, el aumento de la capacidad productiva, la investigación y, en definitiva, la expansión de la capacidad de producción de una economía. Por lo tanto, del mismo modo en que el consumo es un determinante fundamental del impulso de la demanda en un periodo, el ahorro es un determinante esencial del aumento de la productividad, crecimiento per cápita y desarrollo económico a largo plazo al permitir la financiación de la inversión. De



hecho, en general y tomando series históricas, se encuentra relación positiva entre inversión en una economía y crecimiento a largo plazo de esa economía (por supuesto, el impacto en cada caso dependerá de muchos factores como en qué se invierta o cuál sea el marco institucional en que se produzca esa inversión, pero sí que en general la inversión es un claro determinante del desarrollo a largo plazo).

También desde la perspectiva macroeconómica el ahorro puede dividirse en doméstico o internacional. Así, la apertura a flujos de financiación internacionales tiene ventajas significativas -similares en el ámbito financiero a las propias de la apertura comercial en el ámbito de la producción de bienes y servicios-. La financiación internacional permite no depender del ahorro interno y, por tanto, financiar la inversión con menor impacto en el consumo doméstico. No obstante, la excesiva dependencia del ahorro extranjero puede suponer también una vulnerabilidad por varias razones. Puede señalar falta de capacidad de ahorro interno, supone una exposición a la percepción y coyuntura de los financiadores externos y puede llevar a un exceso de endeudamiento externo. Por ello, sin renunciar a los claros beneficios de la apertura a financiación internacional, es necesario para una economía tener una base sólida de ahorro doméstico que sustente su inversión y que contribuya a la estabilidad financiera. En este mismo sentido, en un entorno de alta movilidad de capitales, aumenta la importancia de generar un marco atractivo para la inversión de modo que el ahorro generado en un mercado repercute, en una medida relevante, en inversión productiva en ese mercado.

En definitiva, el ahorro es esencial en una economía para dar estabilidad a familias y empresas, facilitar la inversión e innovación y reducir vulnerabilidades ante deterioros de la coyuntura.

Factores determinantes del ahorro.

Existen varios elementos que explican el comportamiento del ahorro en una economía. A partir de distintos enfoques teóricos y de la evidencia empírica pueden señalarse una serie de determinantes fundamentales del ahorro.



1. La **renta disponible** es el determinante fundamental del ahorro -niveles mayores de renta posibilitan un mayor nivel de ahorro. El ahorro se relaciona también con la **riqueza** y con la **distribución de renta y riqueza** en una sociedad (nivel de desigualdad).

2. **Nivel de endeudamiento del sector privado y del sector público.** A mayor nivel de endeudamiento es necesario mayor ahorro para hacer frente al pago de la deuda.

3. **Inflación.** La inflación suele considerarse desincentivadora del ahorro ya que reduce su rentabilidad real (es decir, la rentabilidad tras descontarle la inflación).

4. **Nivel de pensiones públicas** y otras transferencias del gobierno. Al planificar su senda ahorro, los agentes tratarán de anticipar el saldo de transferencias públicas que van a recibir, fundamentalmente en la tercera edad a través de las pensiones.

5. **Necesidades de inversión**, de forma que cuanto mayores sean mayor será la necesidad de ahorro.

6. El **nivel de desarrollo del sector financiero** (disponibilidad de crédito, sofisticación, etc.) impacta también en el perfil de ahorro ya que la posibilidad de acceder a endeudamiento permite modular tanto la senda intertemporal de ahorro como de consumo.

7. **Situación de tipos de interés y rentabilidad del ahorro:** los tipos de interés altos incentivan el ahorro.

8. **Estructura demográfica.** En general, cabe esperar que el ahorro se produzca en la edad adulta, y el “desahorro” en la tercera edad.

9. **Incertidumbre.** La incertidumbre sobre la situación económica futura, rentas, etc. se asocia con una mayor tendencia al ahorro.

10. **Aspectos culturales.** El entorno social y cultural influye en los hábitos y formas de ahorro siendo especialmente importante el nivel de educación financiera, que permite la comprensión de la necesidad de la planificación financiera a largo plazo, la relación entre rentabilidad y riesgo, y las características y riesgos de los productos financieros.



3. EL AHORRO EN ESPAÑA. NIVEL, COMPOSICIÓN Y TENDENCIAS FUTURAS

Para analizar el ahorro en España es conveniente en primer lugar presentar varios conceptos previos.

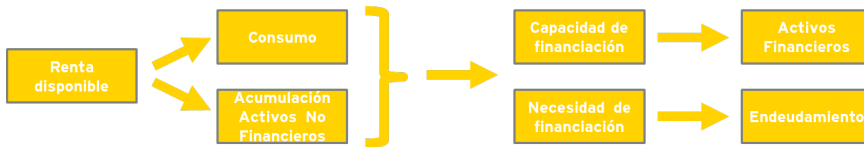
- 1.- El ahorro como “**variable flujo**” (ahorro de un período) o “**variable stock**” (riqueza acumulada).
 - El ahorro como flujo es la parte de la renta disponible no dedicada al consumo. Este ahorro sirve para la adquisición de activos financieros y no financieros. Suele analizarse en porcentaje del PIB y su estudio sirve para explicar cuestiones como la evolución de la riqueza acumulada o la autosuficiencia para la inversión (o alternativamente, la dependencia del endeudamiento).
 - El ahorro como stock es la riqueza acumulada de un agente o de la economía en su conjunto. Es el resultado de ahorros e inversiones pasadas, así como de las rentas producidas y de la variación del valor de los activos acumulados.
- 2.- El ahorro y la riqueza se dividen a su vez en “**no financiero**” (integrado por capital fijo, existencias, objetos valiosos o activos intangibles) o “**financiero**” (integrada por activos financieros). El análisis de la composición del ahorro y la riqueza permite estudiar las preferencias de los agentes, su per-



Inversión y crecimiento sostenible: retos y oportunidades en la gestión profesional del ahorro

cepción de los atractivos relativos de cada activo y también potenciales riesgos por composición de cartera.

Aplicando esta distinción a la renta disponible en un periodo, se obtiene que, la renta se dedica por un lado a consumo y a inversión (en activos no financieros). A partir de ahí, existe una necesidad o capacidad de financiación (según el consumo más la inversión sean mayores o menores que la renta disponible). La necesidad de financiación implica endeudamiento y la capacidad de financiación se transforma en activos financieros.



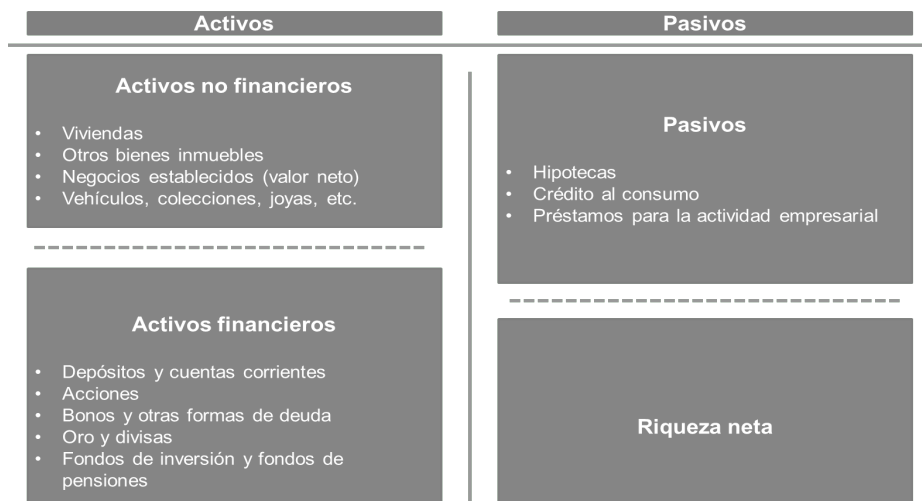
Ejemplos de activos no financieros:

1. Capital fijo: Vivienda, equipos.
2. Inventarios.
3. Objetos valiosos.
4. Activos intangibles: patentes y otras formas de derechos.

Ejemplos de activos financieros:

1. Cuentas bancarias y depósitos
2. Acciones
3. Bonos y otras formas de deuda
4. Oro y divisas
5. Fondos de inversión y Fondos de pensiones

La riqueza puede dividirse también en bruta o neta. En muchas ocasiones la adquisición de activos (financieros o no) se realiza a través del endeudamiento. Teniendo en cuenta esa posibilidad puede hablarse de “**riqueza neta**” que es la diferencia entre los activos totales y los pasivos asumidos y la “**riqueza bruta**” que es la que no descuenta el endeudamiento.



3.- Finalmente, el ahorro puede analizarse también desde la perspectiva del agente ahorrador. Fundamentalmente, existen tres agentes generadores de ahorro en una economía: Familias y Hogares, Empresas y Sector público.

En general, al analizar el ahorro se da una importancia especial al ahorro de familias y hogares, por varias razones: es normalmente el componente fundamental del ahorro de una economía, es una medida de la posición financiera de las familias (y de su potencial vulnerabilidad -por ejemplo, cuando el ahorro es bajo-) y, finalmente, es el ahorro más asociado a la inversión en activos financieros. Empresas y sector público, normalmente, concentran su inversión en activos no financieros.

Cuando estos agentes se analizan como inversores se distingue normalmente entre inversores minoristas e inversores institucionales.

- **Inversores minoristas:** son inversores particulares y se asocian a una mayor necesidad de protección ya que, en general, disponen de un menor nivel de información y de conocimientos técnicos financieros.
- **Inversores institucionales:** son inversores heterogéneos cuya principal característica común es no tratarse de personas físicas. En general, son in-



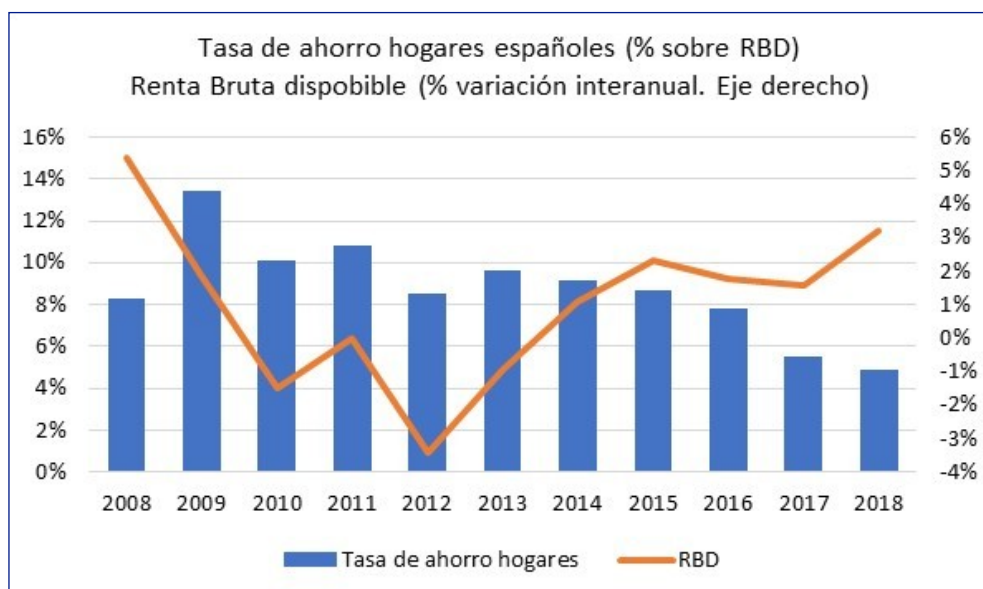
versores profesionales, cualificados y que manejan grandes cantidades de recursos para su gestión e inversión.

3.1. Análisis del ahorro de los hogares en España.

El ahorro en España tiene una serie de características tradicionales que le confieren cierta especialidad en relación al de los países de nuestro entorno.

En general en España el esfuerzo de ahorro se encuentra por debajo de la media europea. En los primeros años de la crisis reciente (2007-2009) el ahorro repuntó como reacción ante la incertidumbre si bien desde entonces ha seguido una senda, en general, descendente. La cifra de ahorro de los hogares españoles cerró 2018 en 7,4% PIB (ver gráficos 1 y 2).

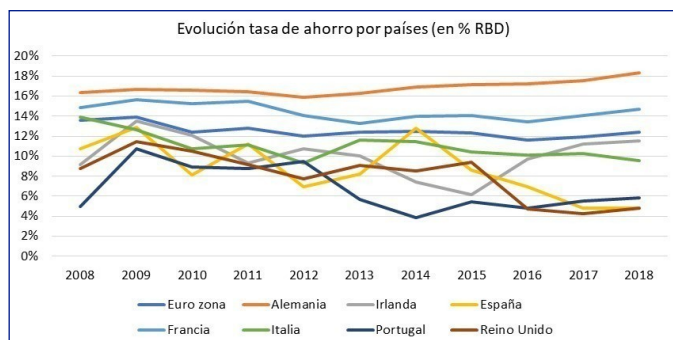
GRÁFICO 1. AHORRO DE LOS HOGARES EN ESPAÑA



Fuente: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico. Banco de España.



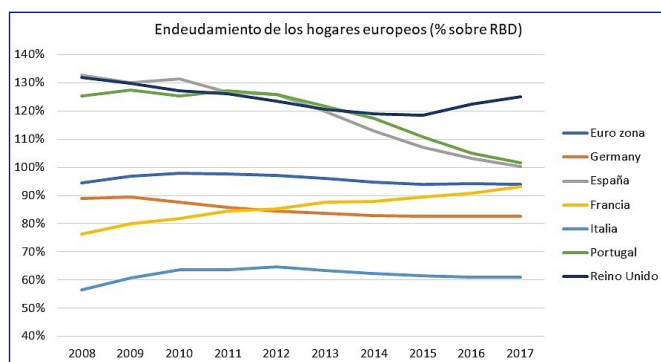
GRÁFICO 2. EL AHORRO EN EUROPA



Fuente: Elaboración propia con datos de estadísticas economía y finanzas. Eurostat.

Una tasa de ahorro anual baja implica una mayor dependencia de renta futura sea de trabajo, de pensiones o de otras fuentes para financiar el consumo futuro y también una menor capacidad de inversión autofinanciada o bien una mayor necesidad de endeudamiento para financiar un determinado nivel de inversión. De hecho, el endeudamiento de los hogares en España ha sido tradicionalmente superior a la media de la zona euro en los últimos años a pesar de una clara reducción a partir de la crisis (ver gráfico 3).

GRÁFICO 3. ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES ESPAÑOLES

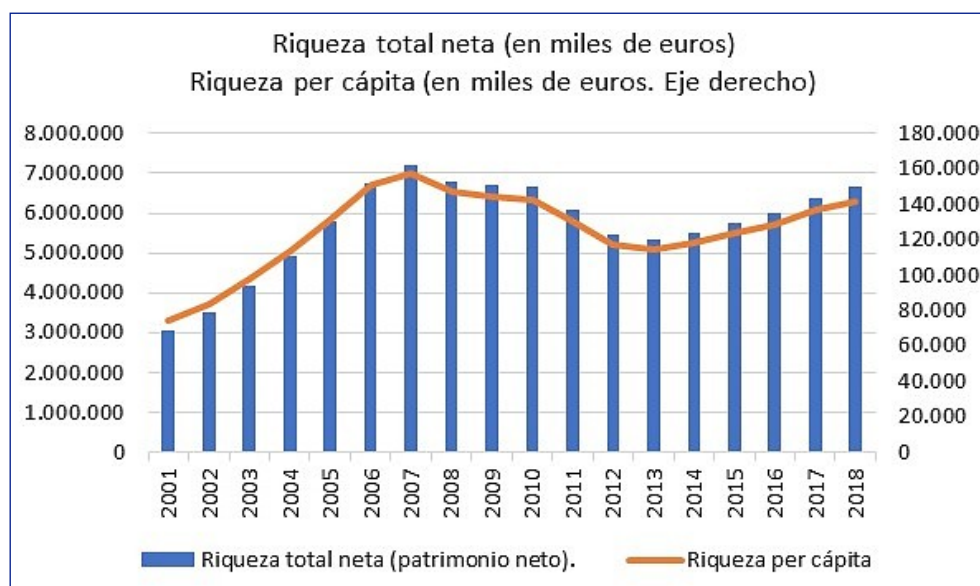


Fuente: Elaboración propia con datos de Estadísticas economía y finanzas. Eurostat.



Desde el punto de vista del stock de ahorro de los hogares o riqueza el nivel en España ha estado tradicionalmente ligado al componente inmobiliario (gráficos 4 y 5).

GRÁFICO 4. LA RIQUEZA EN ESPAÑA

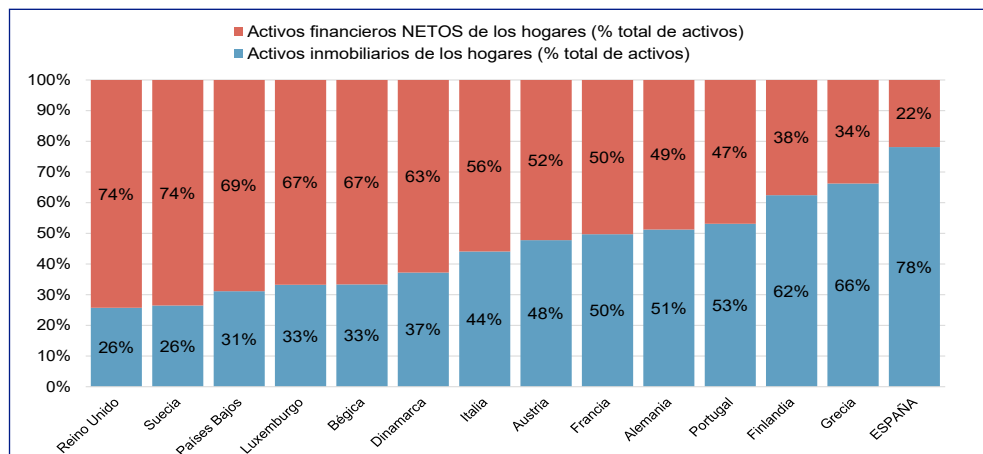


Fuente: Elaboración propia con datos de Boletín Estadístico. Banco de España. 2018.

En cuanto a la composición de la riqueza de los hogares, el ahorro no financiero tiene un peso relativamente alto en relación a los países vecinos. Según datos del Banco de España, en torno a un 80% de la riqueza de los hogares se concentra en activos no financieros, de los que un 90% son activos inmobiliarios siendo en torno a un 60% la vivienda habitual. Este es un elemento diferencial del ahorro de los hogares españoles y que explica la riqueza total per cápita. Sin embargo, la riqueza financiera neta de los hogares españoles es inferior a la media de la zona euro medida como porcentaje del PIB (ver gráficos 5 y 6).

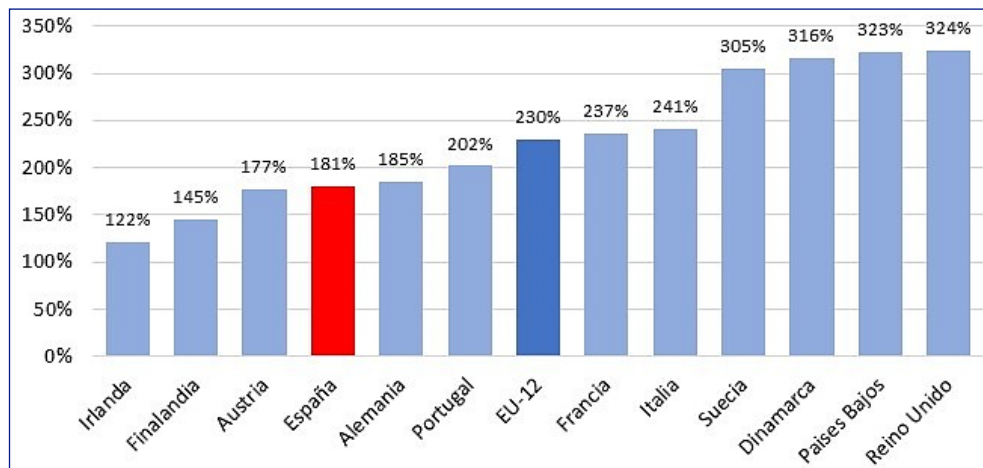


GRÁFICO 5. ACTIVOS FINANCIEROS VS INMOBILIARIOS EN EUROPA



Fuente: Inverco. Datos BCE – Eurostat (Datos 2016).

GRÁFICO 6. ACTIVOS FINANCIEROS EN PAÍSES EUROPEOS



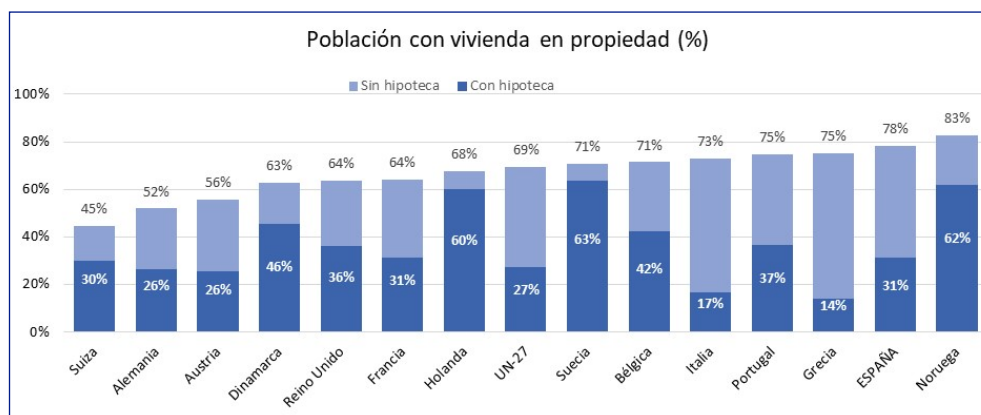
Fuente: Inverco. Datos BCE – Eurostat.



La existencia de distintas formas de ahorro permite que los ahorradores seleccionen aquellas que más se adaptan a sus características en términos de capacidad y disposición a la asunción de riesgo y también de restricciones de liquidez, horizonte temporal y obligaciones. Por lo tanto, cada ahorrador debería adaptar su cartera a esas características. En todo caso, el excesivo sesgo hacia distintas formas de ahorro puede apuntar a la falta de desarrollo de otras áreas o a obstáculos institucionales o legales.

En el caso español, este sesgo hacia el ahorro inmobiliario se asocia a una serie de causas e, igualmente, tiene una serie de implicaciones. En cuanto a las causas, suelen considerarse factores culturales, como la preferencia por la propiedad frente al alquiler en parte debido al régimen fiscal, cuestiones laborales, como la poca movilidad laboral, y cuestiones financieras como la rentabilidad de estos activos en las últimas décadas y su consideración de protección frente a la inflación (ver gráfico 7).

GRÁFICO 7. PORCENTAJE DE VIVIENDAS EN PROPIEDAD EN EUROPA



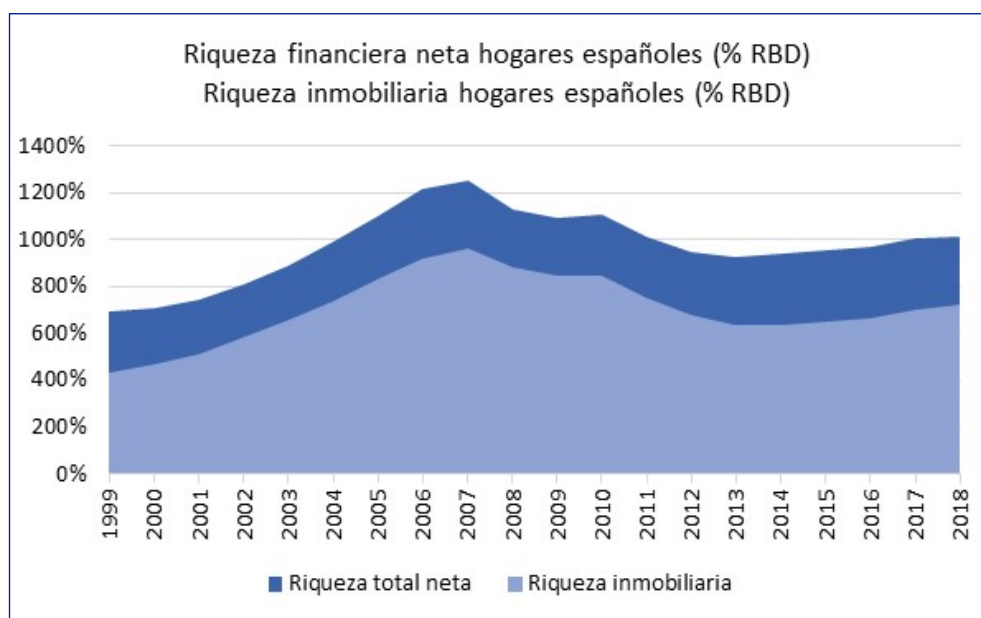
Fuente: Elaboración propia con datos de Encuesta hogares. Banco de España. 2018.

En cuanto a las implicaciones, en primer lugar, supone una concentración en un tipo de activo con lo que ello implica de desaprovechamiento de las ventajas de la diversificación. El gráfico 8 muestra la enorme correlación de la riqueza de las familias con la evolución de su riqueza inmobiliaria (ligada al valor de la



vivienda). Asimismo, ese sesgo lleva a una falta de liquidez de la riqueza de las familias que puede implicar que individuos con una posición patrimonial sólida puedan tener problemas de liquidez en momentos determinados. Finalmente, la inversión en vivienda está muy ligada al endeudamiento.

GRÁFICO 8. RIQUEZA FINANCIERA E INMOBILIARIA EN ESPAÑA



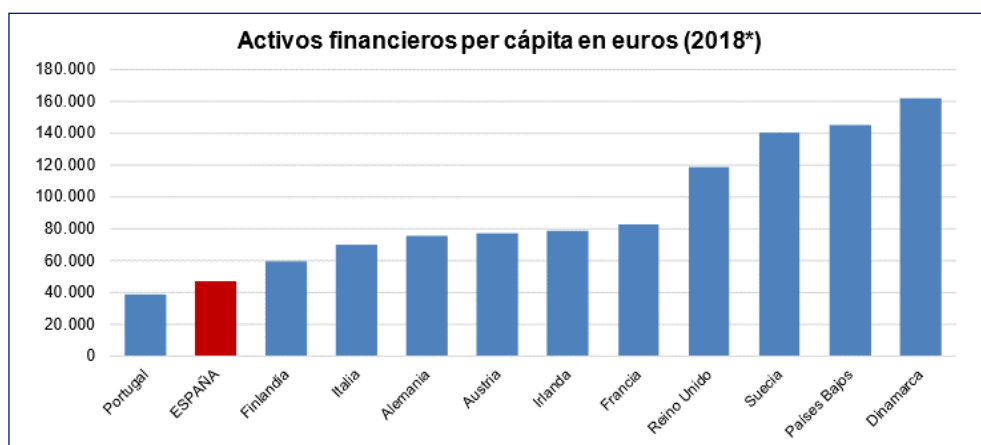
Fuente: Elaboración propia con datos de Boletín Estadístico. Banco de España. 2018.

En todo caso, según Banco de España, se observa que la tenencia de vivienda en propiedad es mayor en las edades más avanzadas (83% de las familias son propietarias de vivienda en media, pero ese porcentaje aumenta por encima del 87% a partir de los 55 años). En este sentido, el Banco de España considera que hay razones para pensar que la inversión de la riqueza en vivienda será menor en los próximos años debido a elementos como el menor crecimiento de la población ocupada o bien al menor crecimiento previsto de la inversión residencial por una menor creación de hogares -dada por la reducida población juvenil en relación al parque de viviendas-.



En cuanto al otro componente de la riqueza de los hogares, la financiera, ésta supone un porcentaje del PIB menor que en los países próximos (ver gráfico 9). Igualmente, en términos per cápita la riqueza financiera es sustancialmente menor que en los principales países europeos (ver gráfico 9).

GRÁFICO 9. ACTIVOS FINANCIEROS PER CÁPITA EN PAÍSES EUROPEOS



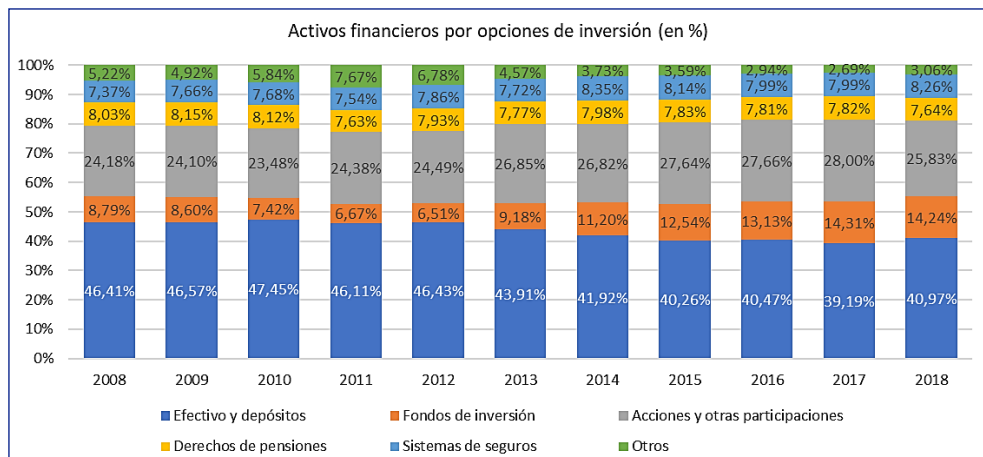
Fuente: INVERCO con datos del BCE y Eurostats.

* Último dato disponible septiembre de 2018.

En cuanto a la composición de la riqueza financiera en España, se observa un claro sesgo hacia el efectivo y los depósitos (ver gráfico 10).



GRÁFICO 10. COMPOSICIÓN DE LA RIQUEZA FINANCIERA EN ESPAÑA

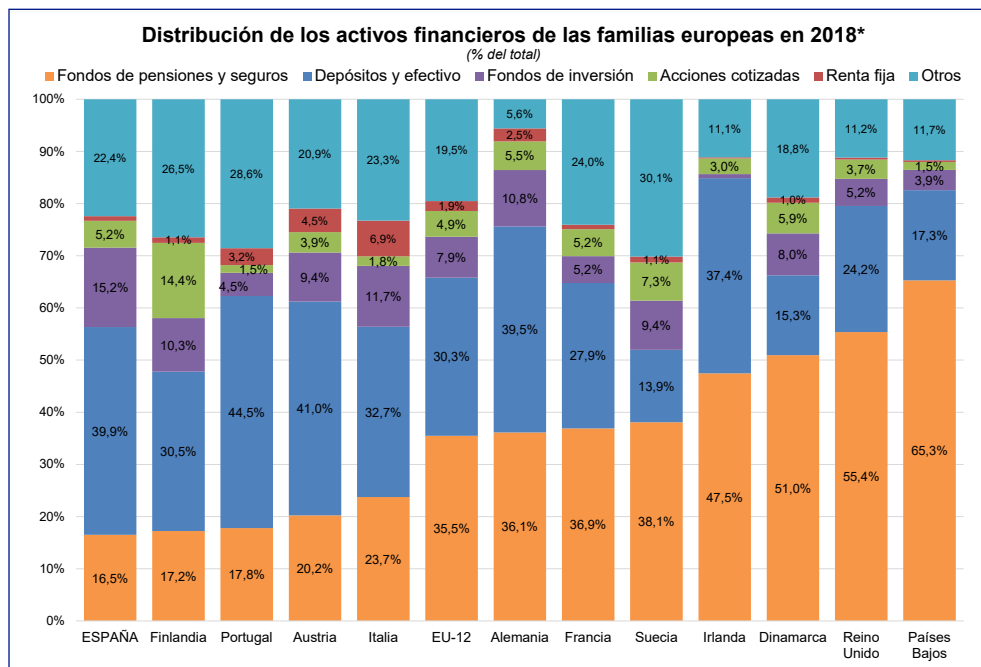


Fuente: Boletín Estadístico. Banco de España. 2018.

Esta distribución de la riqueza contrasta con la de países próximos en los que el ahorro para jubilación (fondos de pensiones y seguros) tiene un peso significativamente mayor (ver gráfico 11). Esto se debe, entre otros factores, al importante rol que las pensiones públicas juegan en España, que suponen una importante fuente de renta para muchos jubilados y que presentan un alto índice de sustitución (porcentaje que la pensión media supone sobre el sueldo medio).



GRÁFICO 11. COMPOSICIÓN DE LA RIQUEZA FINANCIERA EN EUROPA



Fuente: INVERCO con datos del BCE.

* Último dato disponible septiembre de 2018.

En definitiva, el ahorro en España tiene rasgos peculiares respecto al de otros países europeos. En primer lugar, el ahorro anual es en general más bajo que la media europea, si bien en términos de riqueza total es, en porcentaje del PIB, superior a la media. La razón se encuentra en el efecto composición donde prima el alto peso de la inversión en vivienda y la revalorización que en las pasadas décadas eso ha supuesto para la riqueza de los hogares. La riqueza financiera neta es, sin embargo, menor y, asimismo, muy sesgada hacia los depósitos bancarios.



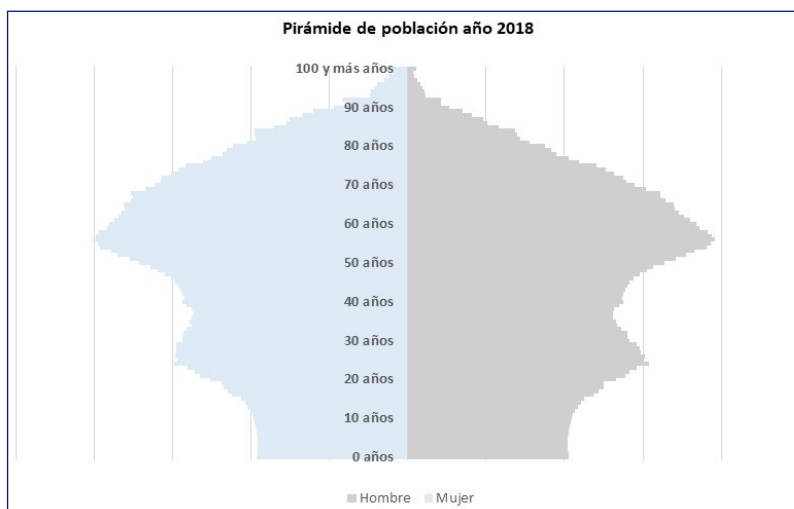
3.2 Condicionantes estructurales del ahorro a futuro.

A largo plazo, existen dos factores que claramente impactarán las tendencias y necesidad de ahorro en España, por un lado, las tendencias demográficas y, por otro, los retos en los sistemas de pensiones públicas

Tendencias demográficas

España está viviendo un proceso de envejecimiento que, en términos generales, es común a la mayoría de los países desarrollados (ver gráfico 12). Este fenómeno se debe principalmente a tres factores: la escasa natalidad, el aumento de la esperanza de vida y el envejecimiento de la generación del *baby boom*. Según previsiones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), en 2050 España se convertirá en el segundo país más envejecido de la OCDE, después de Japón.

GRÁFICO 12. PIRÁMIDE DE POBLACIÓN ESPAÑOLA

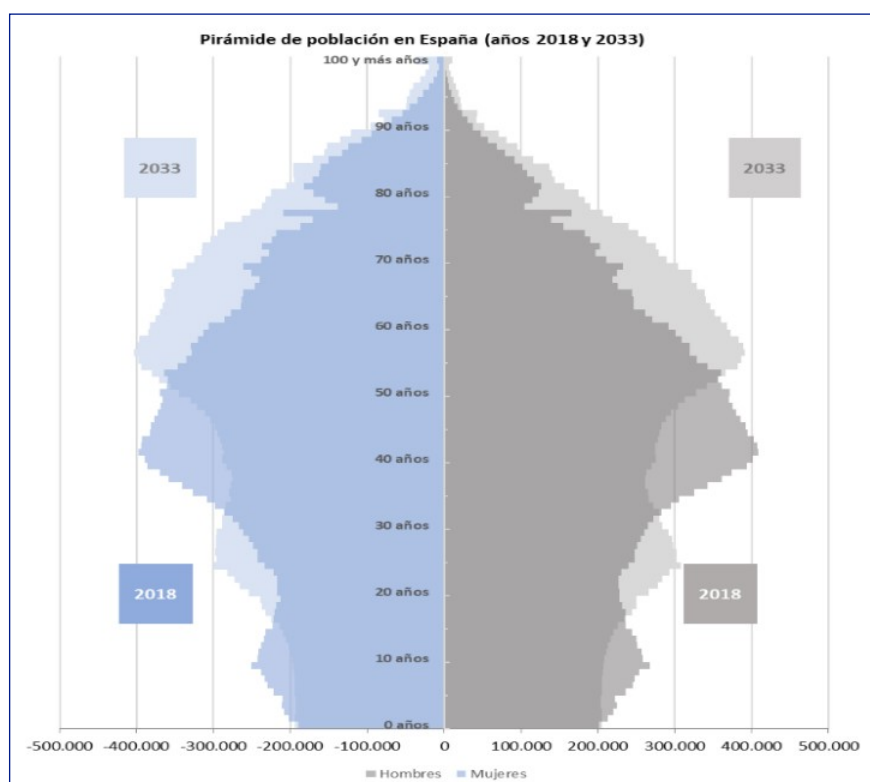


Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat, "Estructura demográfica y envejecimiento de la población", 2018.



En este sentido, las proyecciones de población realizadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE) hasta 2033 -bajo una serie de supuestos como mantenimiento de las tendencias actuales en cuanto a fecundidad, mortalidad y migraciones- apuntan a que en 2033 España podría contar con una población de 49 millones de personas en 2033 (frente a 46,7 millones en 2018) con un aumento de la población mayor de 65 años del 25,2% (frente al 19,2% en 2018). Según estas mismas proyecciones la esperanza de vida en 2033 alcanzaría los 82,9 años para los hombres y los 87,7 años para las mujeres, lo que supondría un aumento de 2,5 y 1,9 años respectivamente frente al año 2018. En el escenario utilizado, en el periodo 2018/2033 el saldo vegetativo (diferencia entre nacimientos y defunciones) sería negativo todos los años lo que implicaría más defunciones que nacimientos.

GRÁFICO 13. PROYECCIONES DE POBLACIÓN EN ESPAÑA



Fuente: Elaboración propia con datos de INE, 'Proyecciones de Población 2018'.



La Unión Europea presenta, de igual forma, una marcada tendencia de envejecimiento de su población que se traduce por un aumento relativo del porcentaje de personas mayores debido a la longevidad mientras que, por otro lado, y al igual que sucede en España, el descenso de la natalidad conlleva un envejecimiento paulatino de la base de la pirámide de población. Según Eurostat, en 2017 existían aproximadamente 3 personas en edad laboral por cada persona de 65 años o más. En la década 2007-2017, se produjo un incremento de 2,4 puntos porcentuales en esta franja de edad mientras que, por el contrario, se produjo una disminución considerable en la proporción de jóvenes (de 0 a 14 años) en la población total.

El reto demográfico al que tiene que hacer frente España tiene implicaciones relevantes para la economía. Siguiendo al Banco de España, los cambios demográficos impactarán en los patrones de consumo y su composición (puesto que estos patrones normalmente varían en función del momento vital), también a la inversión, empleo y productividad. Un impacto obvio se producirá en el marco de pensiones que deberá soportar un número mayor de pensionistas por número de trabajadores -como veremos a continuación-. Asimismo, el crecimiento potencial se verá afectado por el envejecimiento de la población activa. En este sentido, la OCDE prevé una disminución del 17,81% de la población en edad de trabajar en España hasta el 2060.

Sistema de pensiones

Como ya se ha señalado, el marco de pensiones es un condicionante esencial del ahorro y, en España, tiene un peso relevante. Las pensiones son claramente un condicionante de la planificación de ahorro en los trabajadores y, en el caso de las personas jubiladas son, en muchos casos, la fuente fundamental de su capacidad de gasto.

No obstante, este marco se enfrenta a retos, en gran medida relacionados con la evolución demográfica descrita anteriormente.

El sistema español es un sistema de reparto en el que conviven pensiones contributivas (para aquellos trabajadores jubilados que hayan cotizado cumpliendo una serie de requerimientos) y no contributivas (para cubrir las necesidades más básicas de quienes no hayan contribuido y que se financian con impuestos generales).



GRÁFICO 14. COMPARATIVA DEL GASTO EN PROYECCIONES

	Gasto público en pensiones	Tasa de sustitución (pensión/último salario)	Edad efectiva de salida del mercado de trabajo
España	≈ 11% PIB	82%	62,2 años
OCDE	≈ 7,5% PIB	65%	63,9 años

Fuente: Elaboración propia con datos de OECD. Stat. 2018

En los últimos años se han realizado una serie de reformas orientadas a reforzar la sostenibilidad del sistema de pensiones incluyendo medidas como el retraso de la edad de jubilación (máximo y efectivo), el aumento de los años mínimos de cotización o aumentando el número de años tenidos en cuenta para el cálculo de la pensión.

No obstante, el sistema se enfrenta a un reto de sostenibilidad, dado su previsible aumento de peso en relación al PIB. En los últimos años el gasto en pensiones sobre PIB ha subido del 7,6% en 2008 al 10,5% en 2017, siendo los determinantes clave la menor tasa de empleo, un incremento de la ratio entre pensión media y salario medio y una mayor tasa de dependencia.

En este sentido, la AiREF, en su estudio sobre sostenibilidad de las pensiones de enero 2019⁴, estima un déficit estructural en la Seguridad Social (es decir, aislado de situaciones coyunturales) de entre el 1,3% y el 1,5% del PIB. Según AIREF, en 2048 el gasto en pensiones puede llegar a representar el 13,4% del PIB (teniendo en consideración tanto los factores demográficos como también el efecto compensador de las reformas del sistema de pensiones de 2011 y 2013).

Estos retos apuntan a la necesidad de adaptar el sistema de pensiones. No es el objeto de este estudio analizar la potencial reforma del sistema de pensiones. En todo caso, a la vista de los datos presentados sí se considera conveniente potenciar los otros pilares segundo y tercero de un sistema de pensiones (siendo el primero la Seguridad Social):

⁴ “Opinión sobre la sostenibilidad del sistema de seguridad social”; Opinión 1/19



- Previsión en la empresa: sistemas de ahorro para la jubilación adoptados privadamente por las empresas para sus trabajadores y que son complementarios al sistema de la seguridad social.
- Previsión individual: constituido por el ahorro privado a través de productos financieros de ahorro para la jubilación.

En definitiva, el ahorro en España presenta peculiaridades respecto a los países de nuestro entorno y asimismo existen factores estructurales que condicionan su evolución a futuro. Factores como la baja tasa de ahorro, la mayor concentración de la inversión en activos inmobiliarios, menor liquidez, el escenario de bajos tipos de interés, el envejecimiento de la población, la caída de la natalidad y lo que ellos suponen de presión sobre el sistema de pensiones ponen de manifiesto la necesidad de fomentar el ahorro sistemático y a largo plazo, normalmente convergiendo hacia el modelo europeo donde el ahorro financiero tiene un peso superior al de nuestro país. Como veremos más adelante, esta necesidad de generar ahorro financiero doméstico supone una oportunidad para el sector de gestión de activos.



4. LA INDUSTRIA DE GESTIÓN DE ACTIVOS Y SU IMPORTANCIA EN LA ECONOMÍA

4.1. Definición de la industria de gestión profesional del ahorro. Delimitación.

La industria de gestión profesional del ahorro (o industria de gestión de activos) es aquella parte del sector financiero especializada en la captación de recursos financieros de los ahorradores para su posterior gestión e inversión en una variedad de productos financieros, fundamentalmente renta fija y renta variable.

Desde un punto de vista metodológico conviene acotar esta definición -a efectos de este trabajo- pues son muchos los actores que intervienen en los mercados e interaccionan con los ahorradores.

Una parte importante de la industria la constituyen las instituciones de inversión colectiva. Se trata de vehículos de inversión que adoptan distinta naturaleza jurídica (Fondos de Inversión Mobiliaria e Inmobiliaria, Sociedades de Inversión Mobiliaria e Inmobiliaria y SICAVs) y que fomentan el ahorro mutualizado lo que facilita su canalización hacia la inversión productiva y contribuye a explotar sinergias y economías de escala. Asimismo, la inversión colectiva permite dar acceso a inversores minoristas a las ventajas de la diversificación y de la inversión profesional.



Otro bloque importante lo componen los Fondos de Pensiones. Se trata de vehículos de inversión -con la naturaleza jurídica de Fondos- orientados a la jubilación y que presentan también distintas modalidades (Fondos individuales, Fondos de Empleo y Fondos asociados).

Estos dos grandes grupos -Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones- constituyen el núcleo fundamental de la industria de gestión de activos.

Los recursos financieros que la industria capta provienen por un lado del ahorro de los particulares y por otro lado de los inversores institucionales (Estados, Fondos Soberanos, Empresas y Compañías de Seguros principalmente).

Si en paralelo analizamos la composición del ahorro de las familias se observa que una parte importante del mismo tiene como destino los depósitos bancarios y la inversión directa en productos de renta fija y variable canalizados todos ellos fundamentalmente a través de Bancos y Sociedades y Agencias de Valores.

Asimismo, las Compañías de Seguros -además de su rol como inversor institucional- gestionan también ahorro de particulares a través de productos de seguros de ahorro, así como Fondos de Pensiones.

Por último, existen intermediarios especializados en la captación de ahorro particular e institucional orientado a la inversión en compañías no cotizadas o en proyectos específicos con un horizonte de inversión generalmente de largo plazo.

Desde el punto de vista de este trabajo, el análisis realizado se centra fundamentalmente en las Instituciones de Inversión Colectiva y en los Fondos de Pensiones si bien, a lo largo del mismo, se hacen referencias varias al resto de actividades y actores del mercado.

La actividad principal de las Instituciones de Inversión Colectiva y de los Fondos de Pensiones consiste en la gestión de las inversiones en que se materializan los fondos captados e incluye la definición del producto que es puesto a disposición de los inversores.

Esta actividad de gestión requiere la realización de una serie de actividades fundamentales para prestar el servicio a los ahorradores. Desde el punto de vista de la materialización de las inversiones es necesario contar con un servicio de



análisis y modelos de valoración, de ejecución (contratación y liquidación) así como de administración del fondo y custodia y depositaria de los activos. Desde el punto de vista de los ahorradores -minoristas o institucionales- existen dos actividades fundamentales: el asesoramiento y la distribución y comercialización. Para la gestión de activos, las entidades hacen uso de plataformas tecnológicas, ya sean internas o externa.

Anteriormente se hacía mención a la participación en el mercado de numerosos actores que juegan un rol relevante en la prestación de estos servicios en la cadena de valor. En función de quién realiza estas actividades -condicionadas por la regulación y por consideraciones estratégicas y de costes- se pueden dar distintos modelos de negocio. Existen entidades que realizan un conjunto de actividades muy amplio y otras que se centran en algunas de ellas, como la gestión, y derivan las otras actividades -por ejemplo, comercialización y distribución- a terceros a través de acuerdos estratégicos con naturaleza jurídica dispar (agentes, acuerdos de distribución, terciarización, externalización de actividades, etc.).

4.2. Principales cifras de la industria.

La importancia del sector de gestión de activos como canalizador de ahorro hacia la inversión es obvia a la vista de sus principales cifras tanto a nivel global como en España.

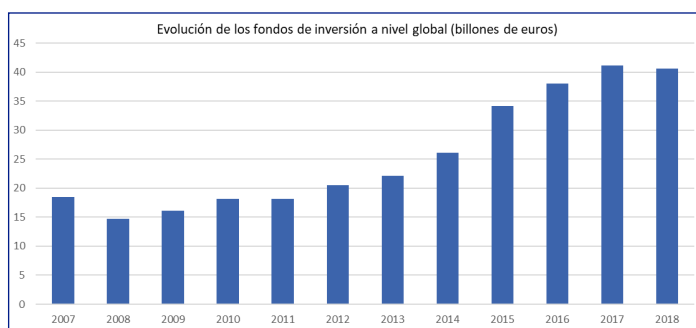
A continuación, se presentan las principales magnitudes de las Instituciones de Inversión Colectiva y de los Fondos de Pensiones. Según datos de Inverco, el patrimonio gestionado por estas instituciones a nivel global a finales de 2019 asciende a 48,8 billones de euros en las Instituciones de Inversión Colectiva y 30,2 billones en el caso de los Fondos de Pensiones. Poniendo en relación estas cifras con la capitalización bursátil mundial total (84,1 billones de euros) y el valor de mercado de la renta fija pública y privada (90,6 billones de euros) se observa como la inversión a nivel global en estos instrumentos realizada a través de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones suponen un 45,2%, cifra que a su vez supone el 101,7% del PIB mundial.

Desde el punto de vista de empleo, EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*) estima en su informe “*Asset management industry – Septiembre 2019*” que el empleo directo aproximado generado por esta industria en



Europa es de en torno a 110.000 personas. El empleo total contando el empleo directo e indirecto (que incorpora el empleo en servicios conexos) se estima en 610.000 puestos de trabajo.

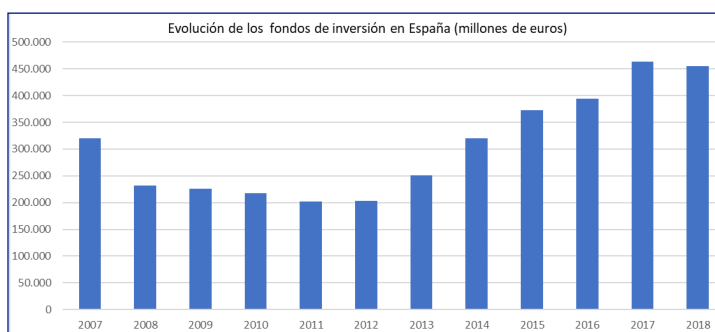
GRÁFICO 15. EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN A NIVEL GLOBAL



Fuente: Elaboración propia con datos de INVERCO.

En España el patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva ascendía en diciembre de 2019 a 502.037 millones de euros (aproximadamente un 40% del PIB español) y el de los Fondos de Pensiones a 116.419 millones (aproximadamente el 9,4% del PIB español).

GRÁFICO 16. EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA



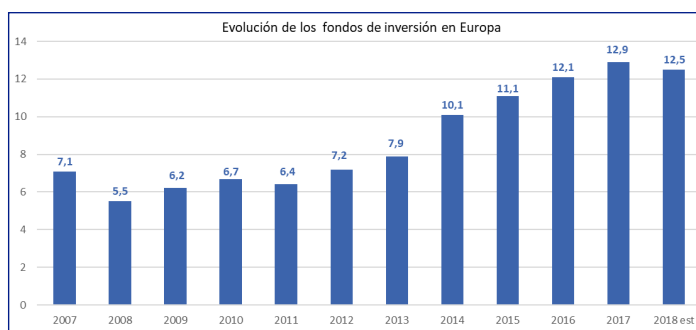
Fuente: Elaboración propia con datos de INVERCO.



Evolución de los fondos de inversión en Europa

Según datos de la Asociación Europea de Fondos y Gestión de activos (por sus siglas en inglés, EFAMA) en su informe ya citado “Asset Management in Europe” de Septiembre del 2019 con datos del 2017, la cifra estimada de fondos de inversión en Europa (excluyendo mandatos de gestión) para el 2018 alcanzaría los 12,5 billones de euros, suponiendo un incremento del 76,1% respecto a la cifra alcanzada en el 2007.

GRÁFICO 17. EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN GESTIONADOS EN EUROPA (BILLONES DE EUROS)

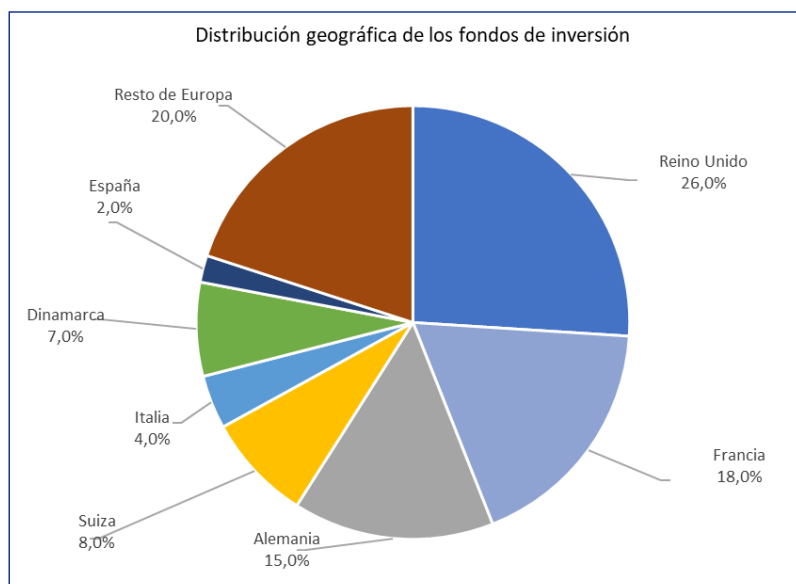


Fuente “Asset Management in Europe” de Septiembre del 2019. Efama.

Respecto a la distribución geográfica, el 67% de los fondos de inversión son gestionados en 4 países: Reino Unido, Francia, Alemania y Suiza.



GRÁFICO 18. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LA GESTIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN (2017)

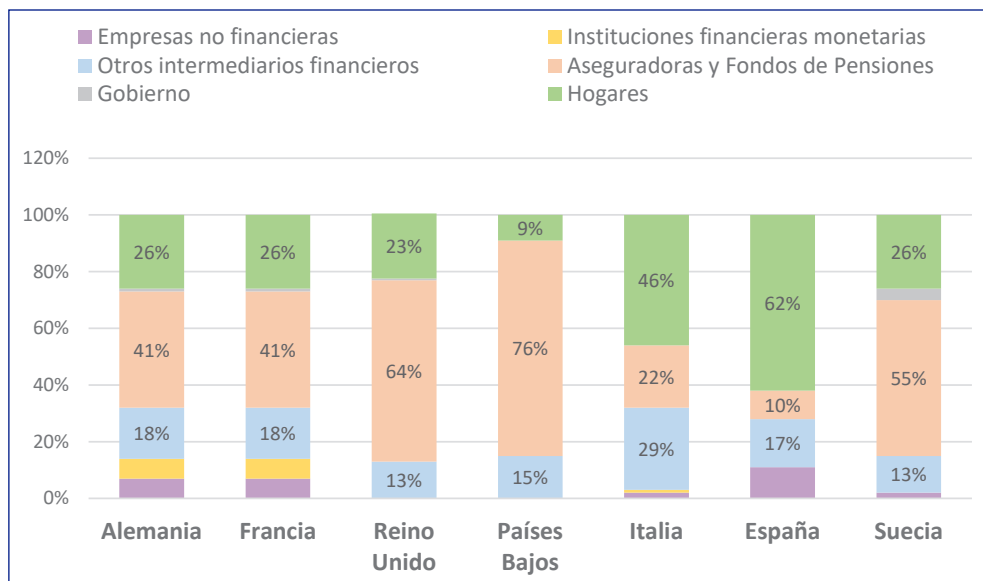


Fuente “Asset Management in Europe” de Septiembre del 2019. Efama.

El gráfico 19 muestra el peso relativo de los clientes minoristas e institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras, bancos y otros) en distintos países, con datos de finales de 2019.



GRÁFICO 19. TENENCIA IIC EN EUROPA POR SECTORES INSTITUCIONALES (EN %)



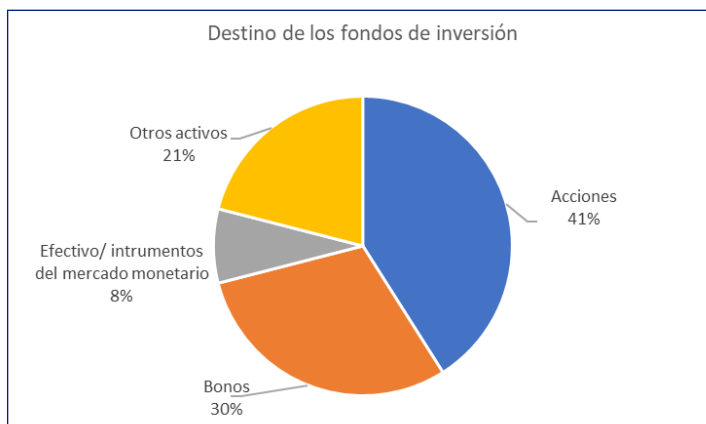
Fuente: INVERCO (2020).

Materialización de las inversiones de los fondos de inversión

Con datos de finales de 2017, el destino de los fondos de inversión fueron fundamentalmente acciones (el 42%) y bonos (30%). El peso de la renta variable en los fondos de inversión ha aumentado constantemente desde 2008 debido principalmente al fuerte crecimiento de los mercados bursátiles en los últimos años, impulsado por las bajas tasas de interés y la flexibilización cuantitativa del banco central, y la búsqueda de mayores rendimientos.

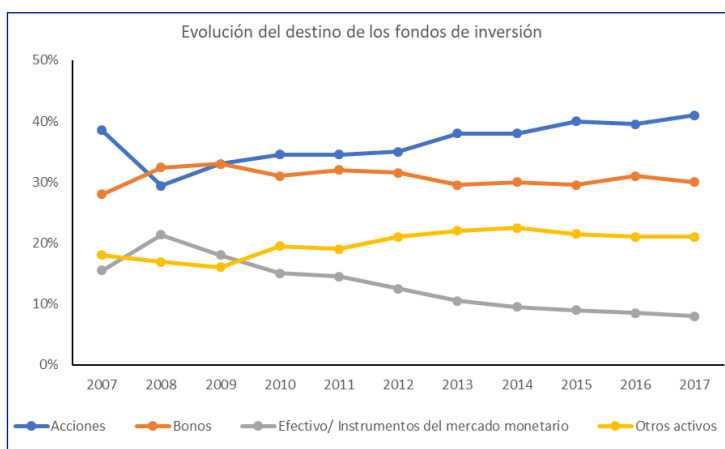


GRÁFICO 20. DESTINO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN⁵ (2017)



Fuente “Asset Management in Europe” de Septiembre del 2019. Efama.

GRÁFICO 21: EVOLUCIÓN DEL DESTINO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (2017)



Fuente “Asset Management in Europe” de Septiembre del 2019. Efama.

⁵ Dentro de otros activos se incluyen: mercado inmobiliario e infraestructuras, productos estructurados, capital privado, *hedge funds* y otras alternativas.



Como nota general, estas cifras ponen de manifiesto algunas peculiaridades del comportamiento del ahorrador en España y algunas características estructurales de la industria en nuestro país. A continuación, comentamos algunos de estos aspectos.

Por un lado, resulta evidente que el peso de la gestión de activos en España es menor que en los principales países de nuestro entorno. Esto se debe, entre otros, a los siguientes factores:

- El mayor peso relativo en España del sector inmobiliario como destino de inversión.
- Una mayor preferencia del ahorrador español por los depósitos bancarios como alternativa de inversión frente a los países de nuestro entorno.
- El sustancial menor peso relativo de los Fondos de Pensiones en relación a los países de nuestro entorno. En nuestro país la aportación bruta a los Fondos de Pensiones supone aproximadamente el 1% del PIB mientras que en EEUU o los Países Bajos registran aportaciones del 4% y Suiza -en el otro extremo- del 8%.

Por otro lado, resulta claro también el menor peso de la inversión institucional en nuestro país. Así, por ejemplo, en España, el 62% de los inversores en Instituciones de Inversión Colectiva son hogares mientras que esta cifra es del entorno del 26% en países como Francia o Alemania proviniendo la mayor parte de la inversión de manos de inversores institucionales.



5. RETOS Y OPORTUNIDADES DE LA GESTIÓN PROFESIONAL DEL AHORRO Y LÍNEAS DE ACCIÓN

Como se ha señalado, existen varios elementos que apuntan hacia una oportunidad para la industria de gestión de activos de aportar valor en la gestión profesional y especializada del ahorro. Por un lado, la necesidad de un mayor ahorro y de que éste sea sistemático y a largo plazo implica un crecimiento de los recursos bajo gestión. Por otro lado, si la composición de la riqueza en España se reequilibra progresivamente hacia el patrón europeo, el peso de los activos financieros ganará relevancia, de nuevo potenciando el rol de la industria de gestión. Asimismo, el entorno de tipos bajos y la amplitud de oferta suponen elementos de complejidad de modo que gana especial importancia la conveniencia de contar con asesoramiento profesional. De hecho, la propia industria puede influir en estas tendencias demostrando su capacidad de aportar valor diferencial en la optimización del ahorro conforme a las preferencias y restricciones de cada cliente.

En definitiva, el nuevo entorno estructural, económico, social y demográfico supone una oportunidad para la industria de gestión de activos para explotar y consolidar su rol de canalizador profesional del ahorro.

El aprovechamiento de esta oportunidad dependería de varios factores:

- El propio tamaño del negocio, es decir, el volumen de ahorro gestionado por la industria y su mayor o menor crecimiento.



- La capacidad de la industria de entender las necesidades actuales y futuras de los clientes, así como de poder incorporar los productos que respondan a esas demandas y necesidades presentes y futuras de los clientes.
- La capacidad de la industria de gestión de activos de ofrecer rentabilidades atractivas a los ahorradores de manera sostenible en un entorno de tipos de interés bajos.
- La adecuación de la estrategia de precios a las demandas de los clientes, estructura de negocio y al entorno competitivo.
- Adicionalmente, la industria deberá contar con modelos operativos y de distribución que sean eficientes en costes y que compensen la presión sobre los ingresos.
- Asimismo, y relacionado con todos los factores anteriores, se encuentra la necesidad de aprovechar las oportunidades ofrecidas por la disrupción tecnológica que puede operar como un facilitador en relación a los retos citados.
- Finalmente, el cumplimiento regulatorio es un condicionante de la actividad del sector que afectará también a su evolución futura.

Es importante señalar que la industria de gestión de activos lleva ya años realizando esfuerzos de adaptación al entorno cambiante -al igual que cualquier otro sector, debe estar en continua respuesta a la evolución del mercado-. Por lo tanto, las medidas para la gestión de estos retos y oportunidades entroncan en gran parte con muchas de las acciones que el sector viene ya ejecutando. Así, en los últimos años, el sector ha llevado a cabo importantes esfuerzos de innovación de producto y de canales, ha asumido una rebaja de las comisiones y ha aumentado la transparencia e información a clientes. Por lo tanto, en muchos casos, se tratará de dar continuidad a esas medidas, reforzarlas o bien reorientarlas según proceda. En última instancia, por supuesto, las actuaciones concretas necesarias dependerán de la situación concreta de cada operador de la industria.

A continuación, se analizan con más detalle cada una de estas áreas de actuación y los principales retos que suponen para la industria.

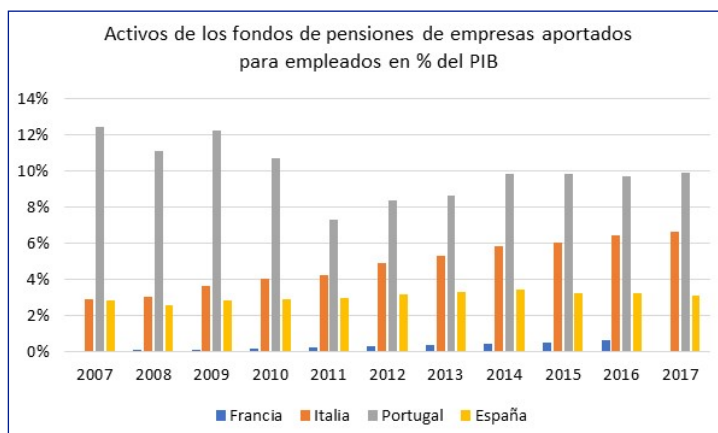


5.1 Fomento del ahorro.

Uno de los retos de nuestra economía es promover un ahorro sistemático, planificado y eficiente. Este es un reto para el conjunto de la economía, pero en el que la industria también puede tener un papel. Para abordarlo, se sugieren varias líneas de acción:

- El marco de fomento del ahorro debe caracterizarse por políticas estables y predecibles. Esto implica que el marco fiscal y de incentivos debe tener continuidad para poder permitir una planificación a largo plazo. La necesidad de estabilidad a largo plazo se refiere también al régimen de pensiones públicas. Como se ha señalado, las pensiones públicas son uno de los determinantes básicos del ahorro a largo plazo y, por lo tanto, es necesario que los hogares cuenten con capacidad de predecir el nivel de ingresos que les van a suponer para poder realizar una planificación a largo plazo.
- El fomento de los planes de pensiones de empresa como forma de ahorro alternativa. En España, esta forma de ahorro está todavía poco extendida, pero tiene un papel importante en varios países vecinos a través de varios modelos. En general, se presenta como una forma de facilitar a los trabajadores la sistematización y profesionalización del ahorro.

GRÁFICO 22. FONDOS DE PENSIONES DE EMPRESAS



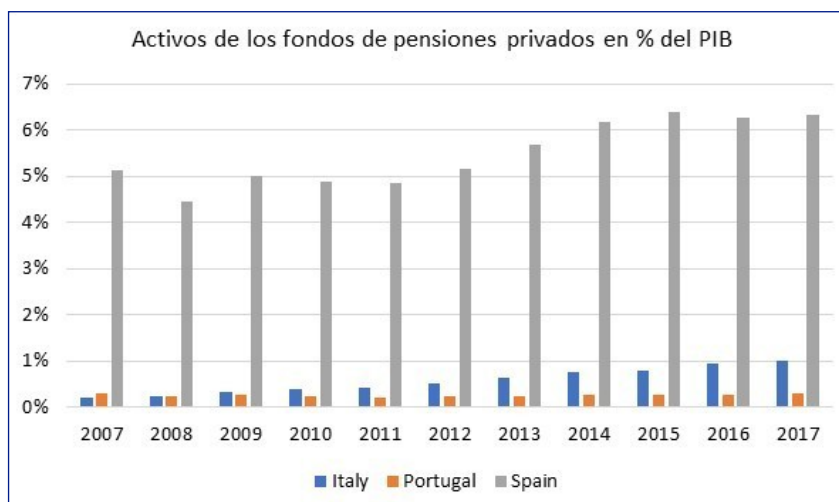
Fuente: Elaboración propia con datos de OECD. Stat. 2018.



El FMI, en su revisión de la economía española (IMF 2018 Spain Article IV Consultation) defiende la conveniencia de potenciar este tipo de medidas como forma de aliviar la presión sobre el sistema de pensiones. A modo de ejemplo, el FMI sugiere la implantación de adhesiones automáticas a los trabajadores en planes de ahorro, con la posibilidad de salirse voluntariamente (modelo *opt-out*).

- Igualmente, la potenciación de los planes de pensiones privados (tercer pilar del sistema de pensiones) es otra forma de fomentar al ahorro para la jubilación. De nuevo, en España, esta forma de ahorro está menos desarrollada que en los países vecinos.

GRÁFICO 23. FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS



Fuente: Elaboración propia con datos de OECD. Stat. 2018.

- Otra forma de fomento del ahorro a largo plazo es la generación de productos que atiendan a las nuevas necesidades que el horizonte demográfico genera. Dentro de esos nuevos productos muy probablemente serán importantes los que permitan aportar mayor diversificación y liquidez a las formas de patrimonio. Por ejemplo, como se



describía anteriormente, en el caso español existe una concentración de la riqueza en ahorro inmobiliario claramente superior a la media de los países de la zona euro. Esto puede plantear problemas por razón de alta concentración del patrimonio (en un activo inmobiliario que además normalmente es la vivienda habitual) y de falta de liquidez. En este sentido, existe una oportunidad para buscar formas de aportar liquidez a esas carteras, acorde a sus perfiles de riesgo y, en definitiva, adecuarlas a las necesidades de los ahorradores. A estos efectos existen una serie de instrumentos que permiten dar liquidez a los activos inmobiliarios a la vez que puede disfrutarse de su uso como son la hipoteca inversa (que puede combinarse con una renta vitalicia, diferida o inmediata) o la venta con usufructo. En esta línea, las SOCIMIs suponen también una alternativa de inversión inmobiliaria con mayor liquidez.

- Asimismo, en algunos países europeos está promoviéndose también medidas que combinan un doble objetivo: la potenciación del ahorro y la financiación a PYMES. Normalmente estas medidas se instrumentan a través de vehículos de inversión que ofrecen incentivos fiscales para aportaciones que se mantengan un mínimo periodo de tiempo. Los recursos así obtenidos se dedican a la financiación de PYMEs o empresas cotizadas de mediana y baja capitalización, fuera de las compañías que componen los principales índices bursátiles. Medidas de este tipo se han implantado en Italia (Piani Individuali di Risparmio, en 2017), Francia (FCPI -Fonds Communs de Placement dans l'Innovation- y FIP -Fonds d'Investissement de Proximité-) o Reino Unido (Venture Capital Trust, Enterprise Investment Scheme y Business Property Relief).
- Finalmente, la promoción de la educación financiera tiene un papel importante en el fomento del ahorro, ya que, primero, permite comprender la necesidad de planificar a largo plazo y de estimar una senda de consumo y ahorro y, segundo, facilita el entendimiento de las principales formas de ahorro, sus características y riesgos. Un nivel mayor de educación financiera en una sociedad se asocia a un ahorro de mayor calidad. La potenciación de la cultura financiera es una labor pública, pero en la que el sector financiero también puede y debe actuar. Más adelante se desarrolla el rol que la industria puede jugar para potenciar la educación.



En definitiva, es previsible que en los próximos años aumente el ahorro sistemático y a largo plazo en España. La revisión del marco actual del fomento de este tipo de ahorro y el establecimiento de una serie de medidas estables de incentivos ayudaría a este crecimiento. La industria de gestión de activos tiene una gran oportunidad de generar valor en estos ámbitos aportando su asesoramiento profesional.

5.2. Relación con el cliente y diseño de productos.

El reto clave en cualquier industria es la comprensión de las necesidades de cliente para poder ofrecer respuestas adecuadas y sostenibles. Esto es algo que el sector conoce y realiza, pero es necesario realizar re-evaluaciones continuadas dado el dinamismo en las propias necesidades de los clientes y en sus exigencias. De hecho, en los últimos años el sector ya ha desarrollado un gran esfuerzo orientado a ofrecer una amplia gama de alternativas a los inversores para que pueden realizar una inversión lo más adaptada posible a sus objetivos, capacidades y condicionantes. Asimismo, existe un énfasis creciente en la innovación y en la oferta de soluciones para todos los perfiles de inversores y todas las fases del ciclo de vida.

Evolución del cliente

Los cambios demográficos, generacionales y tecnológicos tienen su reflejo en las necesidades de los clientes y en sus demandas y exigencias.

Las expectativas demográficas apuntan a que los clientes evolucionan hacia necesidades de inversión distintas adaptadas a su horizonte vital y que nuevos clientes, con un perfil distinto, se incorporarán en los próximos años. Asimismo, esa necesidad de inversión a mayor plazo irá asociada a la necesidad de nuevos productos.

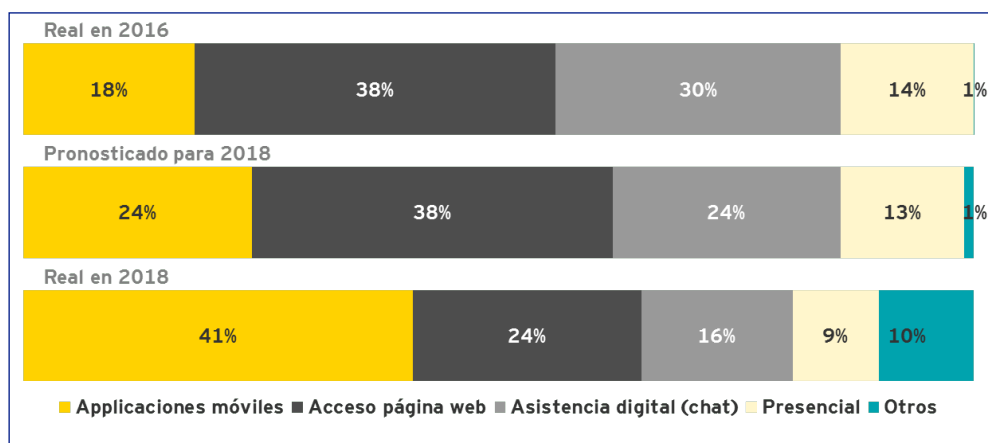
Por otro lado, la evolución tecnológica en la gestión profesional del ahorro altera sustancialmente la forma de relación con el cliente: en los canales de comunicación, en las exigencias de transparencia y en la apertura del cliente a trabajar con nuevos operadores.



Los clientes demandan una mejor experiencia del cliente a través de los canales digitales, estableciéndose nuevos modelos de relación entre clientes y entidades, que se preocupan por conseguir que la experiencia sea satisfactoria en cada interacción, independientemente del canal que utilice. En este sentido, las nuevas tecnologías permiten una comunicación e información en tiempo real entre entidades y clientes que fomentan la transparencia, lo que mejora en el conocimiento que tienen los inversores. Los clientes cuentan con las nuevas tecnologías para la ejecución de transacciones o funciones básicas como como el seguimiento y análisis de resultados o apertura de cuentas e incluso están demandando actividades más avanzadas ligadas al asesoramiento financiero.

El cambio hacia las nuevas tecnologías impacta también los canales de relación con el cliente. Según el informe Global Wealth Management Research realizado por EY en 2019, en 2016, un 18% de media de los clientes preferían las aplicaciones móviles para realizar sus actividades relacionadas con la gestión de sus activos y se proyectaba que para 2018 aumentara hasta un 24%. Los datos de 2018 fueron aún mayores, de un total de un 41%, seguidos de las páginas webs, las interacciones cara a cara y las llamadas de teléfono.

GRÁFICO 24. USO DE NUEVAS TECNOLOGÍAS



Fuente: EY Global Wealth Management Research.



Se puede observar claramente la tendencia de los clientes hacia las aplicaciones móviles en detrimento de los canales tradicionales.

Transparencia y comunicación con el cliente

La transparencia es fundamental para que el cliente pueda conocer y valorar el resultado de la gestión profesional. El cliente debe ser capaz de conocer con claridad cuál es su cartera, rentabilidad, volatilidad, liquidez y otra serie de características básicas. La importancia que la transparencia tiene en la gestión de activos es cada vez mayor por dos razones fundamentales: la presión regulatoria y la exigencia de los clientes.

- La transparencia se ha convertido en uno de los ejes centrales de las recientes transformaciones experimentadas por el sector financiero motivadas, fundamentalmente, por una fuerte presión regulatoria. Lo que hace algunos años podía constituir un factor diferenciador para las entidades como elemento de valor añadido, hoy representa una obligación ineludible. Esto se ha traducido por una mayor provisión de información a clientes que debe regirse por tres principios fundamentales: imparcialidad, claridad y honestidad.
- En el contexto actual, los clientes demandan niveles de transparencia que vayan más allá de la visión tradicional asociada al envío de informes trimestrales conteniendo datos sobre el rendimiento de sus carteras o el desglose de los costes y gastos asociados a las inversiones. Asimismo, las nuevas formas de comunicación a través de plataformas digitales y redes sociales permiten a los clientes compartir públicamente juicios de valor y experiencias, tanto positivas como negativas, relacionadas con los servicios recibidos en diversos sectores. Esto ha propiciado que el ejercicio de la transparencia pública represente un factor fundamental en el enfoque moderno de la experiencia de cliente.

Derivado de las recientes normativas aplicables, en especial MIFID II, PRIIPS y UCITS se establecen unas obligaciones de transparencia en la pre-negociación y en la post-negociación de operaciones. En consecuencia, las entidades vienen reforzando sustancialmente la información a los clientes sobre los productos y servicios ofrecidos, facilitando con más detalle todos los gastos que acarrea la



inversión, así como de los riesgos asociados e incentivos, con el objetivo de que tengan la información necesaria para considerar las implicaciones de inversión entre diferentes activos.

GRÁFICO 25. USO DE NUEVAS TECNOLOGÍAS

Información del producto	Información de riesgos y rentabilidades	Información de gastos	Otra información
<ul style="list-style-type: none">• Descripción del producto• Tipología• Objetivos• Inversor destinatario	<ul style="list-style-type: none">• Descripción de riesgos• Indicadores de riesgos• Escenarios de rentabilidad	<ul style="list-style-type: none">• Costes únicos• Costes de entrada• Costes de salida• Costes recurrentes	<ul style="list-style-type: none">• Periodo de tenencia• Cómo reclamar• Otra información relevante

Fuente: elaboración propia

La transparencia no sólo se refiere a la fase previa a la contratación de un servicio de asesoramiento o de vender un fondo sino también a los informes periódicos y a las comunicaciones con los clientes en las que se les asesore.

Esta mayor transparencia tiene también como consecuencia que los clientes son cada vez más sensibles a los costes y exigen unos modelos de *pricing* que se vinculen más al valor generado y a los rendimientos obtenidos.

Importancia de la educación financiera

Ya se ha mencionado que la educación financiera es importante para fomentar el ahorro sistemático y a largo plazo. Además, la educación financiera se relaciona también con la capacidad para valorar lo que aporta la gestión profesional a la optimización del ahorro. Según el ya citado informe Global Wealth Management Research realizado por EY en 2019, los clientes con mayor nivel de conocimiento financiero presentan mayor capacidad de reconocer el valor añadido ofrecido por los gestores que aquellos con menor conocimiento, por lo que existe un incentivo en la industria para centrar esfuerzos en la educación financiera de los clientes.



En España existen desde 2008 Planes de Educación Financiera adoptados conjuntamente por la CNMV y el Banco de España cuyo objetivo es contribuir a la mejora de la cultura financiera de los ciudadanos, dotándoles de herramientas, habilidades y conocimientos para adoptar decisiones financieras informadas y apropiadas.

Asimismo, la industria de la gestión de activos tiene un rol importante y una oportunidad de promover la educación financiera como elemento fundamental para el desarrollo de la industria financiera en general y en particular para la gestión de activos.

La industria puede fomentar la cultura financiera a los clientes, no solo a través de los canales tradicionales de distribución de activos como folletos informativos, sino también mediante el uso de la tecnología como por ejemplo a través de videos o notificaciones de aplicaciones.

Con el objetivo de realizar ese rol de promoción de la educación financiera, las entidades de gestión de activos deben asegurarse de que las personas que proporcionan servicios de asesoramiento financiero, información sobre productos financieros o servicios auxiliares en nombre de la empresa posean los conocimientos y competencias necesarias para poder cumplir satisfactoriamente con sus obligaciones con los clientes, tal y como establece MiFID II para la protección de los inversores en instrumentos financieros.

Orientación a la inversión sostenible

La industria está incorporando de manera creciente a su oferta alternativas de inversión sostenible basada en la combinación de criterios financieros y extra-financieros a la hora de tomar decisiones de inversión. Esta tendencia responde a crecientes requerimientos de ahorradores e inversores que incorporan la preocupación por la sostenibilidad en su valoración de los resultados de la inversión.

Los criterios extra-financieros incorporados son los comúnmente denominados criterios ASG (o ESG en inglés) que atienden a los tres pilares de la sostenibilidad: el Ambiental (protección del medio ambiente), el Social (fomento del cumplimiento de derechos humanos, laborales, creación de empleo, etc.) y el de Buen Gobierno (prácticas responsables, involucración de los Consejos de Administración, cultura y códigos de conducta, etc.).



Con esta combinación de criterios, se pretende alcanzar un mayor conocimiento de los activos, tomar decisiones más razonadas en las inversiones, reducir riesgos latentes, y, en definitiva, crear valor para el inversor en el largo plazo. El punto positivo adicional es que la inversión bajo estos criterios permite generar impactos positivos sobre la sociedad y medio ambiente.

Existen diversas maneras de afrontar la inversión socialmente responsable. Las principales son las basadas en:

- Criterios positivos:
 - Inversiones que cumplan una serie de normas, estándares internacionales o mejores prácticas relevantes a efectos ESG.
 - Inversión temática: enfocada específicamente a alguno de los elementos ambientales, sociales o de buen gobierno.
- Criterios negativos (exclusiones): este enfoque excluye del universo de inversión las inversiones relacionadas con ciertas actividades.
- Influencia en la actividad de las empresas en las que se invierte: se trata de dirigir su actividad hacia criterios ESG a través del uso de derecho de voto.

La evolución de la ISR y perspectivas

La evolución de los productos ISR presenta una tendencia claramente creciente. Cada vez son más los inversores que consideran la ISR como un elemento clave a la hora de gestionar sus activos. Según el último estudio de Global Sustainable Investment Alliance, el patrimonio invertido en activos sostenibles alcanzó en 2018 un volumen de 30,7 billones de dólares globalmente, un 34% más que en 2016. En España, según los últimos datos de Spainsif, en 2018 llegaba ya a 191.278 millones € en activos gestionados por entidades nacionales y 19.366 millones por entidades internacionales, lo que representa un crecimiento de un 13,5% en el último año.

Adicionalmente a la motivación de demanda, existen numerosas iniciativas que promoviendo la inversión sostenible, como el Plan de Finanzas Sostenibles de la



Comisión Europea (2018), el “Pacto Verde la UE” presentado en diciembre 2019 o los principios de Banca Responsable de Naciones Unidas. En ellos se prevé entre otros temas el desarrollo de “etiquetas verdes” para los productos financieros.

No obstante, a pesar de estos impulsos y las tendencias claras de crecimiento, el desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable no está exento de dificultades. Entre los principales retos se encuentran los siguientes:

- Definición de qué se considera sostenible, es decir, la taxonomía de inversiones consideradas sostenibles. Es importante que exista una taxonomía común aceptada por inversores y gestores.
- Avance en la transparencia en el reporte de información extra-financiera para posibilitar el análisis ESG.
- Análisis de la rentabilidad financiera de la inversión sostenible.
- Adaptación de las gestoras de activos para poder realizar análisis ESG.

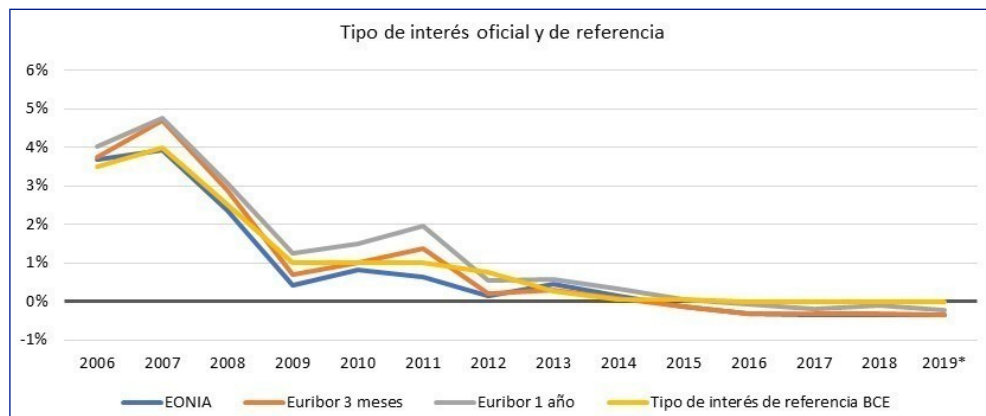
En definitiva, como en cualquier sector, la correcta atención a las necesidades actuales y futuras de los clientes es la clave de la sostenibilidad. En este sentido, el cliente que va a recurrir a la industria de gestión profesional del ahorro va a ser distinto en su horizonte de inversión, en sus necesidades y también en sus canales de operación y demandas de servicio. Este es el punto de partida del que el sector debe partir para su preparación para los retos y oportunidades. En este contexto, deberá ser capaz de ofrecer productos adecuados a esas necesidades y acompañarlos de servicios y canales de interacción que aporten valor al cliente.

5.3. La búsqueda de rentabilidad en un entorno de tipos de interés bajos.

El entorno de tipos de interés de los últimos años (con tipos bajos o, directamente, negativos) desincentiva el ahorro y dificulta la consecución de rentabilidades atractivas. En los últimos años y desde mediados de 2014 el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE se ha situado en terreno negativo y existe consenso generalizado en el mercado de que en los próximos años se mantendrá un entorno de tipos bajos.



GRÁFICO 26. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS



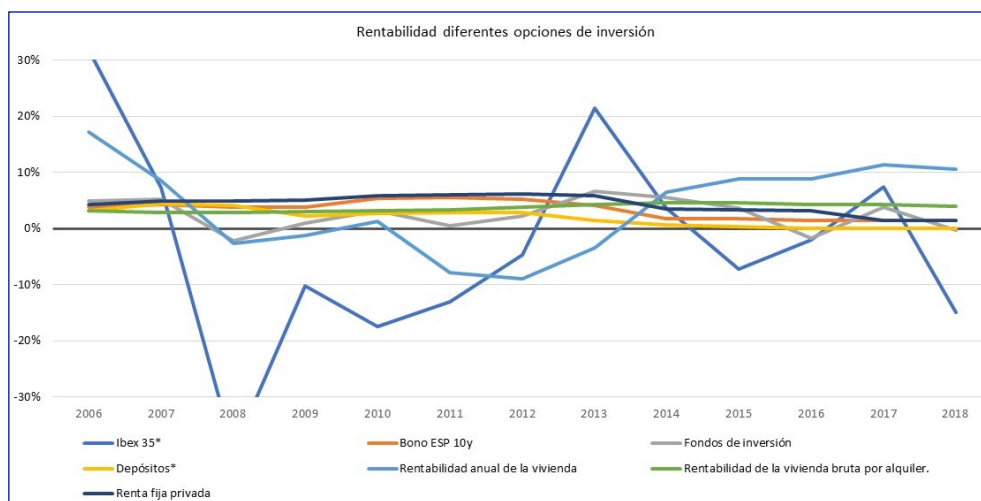
Fuente: Elaboración propia con datos de Estadísticas tipos de interés. Banco de España.
*Actualizado a junio 2019

Este entorno, históricamente anómalo, supone un reto sustancial para el sector de gestión de activos ya que desincentiva el ahorro y fomenta el endeudamiento. Asimismo, dificulta la obtención de rentabilidad especialmente para los ahorradores adversos al riesgo. Esto obliga a la industria a comunicar con claridad y transparencia el binomio rentabilidad-riesgo puesto que en este contexto la obtención de determinadas rentabilidades exigirá un nivel de riesgo relativamente mayor que en los entornos históricos tradicionales de tipos positivos.

El gráfico siguiente muestra la rentabilidad de distintas formas de inversión en los últimos años, así como su volatilidad. Se observa como mayores rentabilidades se asocian también a mayores volatilidades. En los activos menos volátiles, por su parte, en los últimos años se observa cierta convergencia hacia rentabilidades más bajas, poniéndose de manifiesto la dificultad para generar rentabilidades adecuadas con poca asunción de riesgo en un entorno de tipos bajos.



GRÁFICO 27. RENTABILIDAD DE DISTINTAS ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de España. 2018

*2008: la caída Ibex 35 fue del 39,43%

El entorno de tipos bajos puede resultar también en un mayor peso de inversiones alternativas, asociadas a vehículos que invierten tanto en activos menos tradicionales (infraestructuras, capital riesgo o *hedge funds*). En este caso, será esencial la adecuación de las inversiones a la capacidad y actitud frente al riesgo del inversor.

En este entorno, la industria de gestión de activos tiene el reto de demostrar la capacidad de producción de rentabilidades atractivas y consistentes con los demás requerimientos de un inversor en términos de volatilidad o liquidez. Será la combinación de esas características la que determine su evaluación de idoneidad para cada perfil de ahorrador.

5.4. Estrategia de precios.

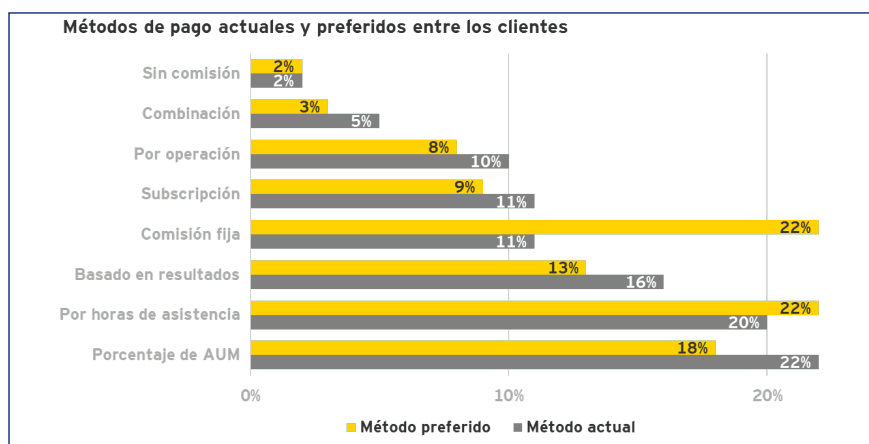
El reto de la rentabilidad en las inversiones se relaciona con la estrategia de precios. Los modelos de *pricing* evolucionarán hacia una mayor vinculación con los resultados y el valor añadido.



Existen varios modelos de precios que, simplificando, pueden agruparse en torno a tres bloques fundamentales y combinables.

El primer modelo sería el de pago en función de los activos bajo gestión -el más habitual-. Junto a esta modalidad existe el pago en función de éxito. Finalmente, el tercer bloque, sería el de pago en función de los servicios recibidos (custodia, asesoramiento, gestión, resultados, etc.). Como se ha dicho, estos tres grandes modelos son combinables entre sí de modo que, por ejemplo, pueda pagarse una comisión por activos bajo gestión junto con otra por resultado y otras por servicios adicionales. El gráfico 29, muestra los resultados del EY Global Wealth Management Research en cuanto a uso de distintos tipos de estos modelos y las preferencias manifestadas por los clientes sobre ellos.

GRÁFICO 28. LOS MODELOS DE PRECIOS Y PREFERENCIAS DE LOS CLIENTES



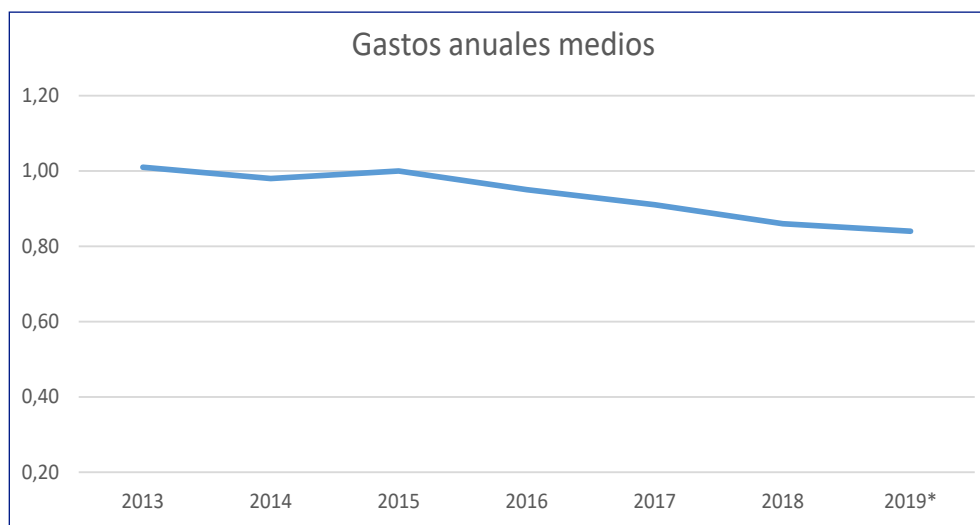
Fuente: EY Global Wealth Management Research

Asimismo, existe también una tendencia a un mayor alineamiento de intereses y de ingresos entre el gestor y el inversor a través de instrumentos de co-inversión en los que el gestor también invierte parte de su patrimonio.



En todo caso, según información de la CNMV, cabe señalar que en la última década ya se ha observado una tendencia a la baja en las comisiones pagadas en cada una de las categorías.

GRÁFICO 29. EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS TOTALES SOBRE PATRIMONIO GESTIONADO



Fuente: Elaboración propia sobre información de la CNMV, Boletín de la CNMV, Trimestre III, 2019⁶

La estrategia de precios se relaciona también con la distinción entre gestión activa y gestión pasiva. En este marco, los modelos de gestión activa tienen la presión de mostrar un valor diferencial con rendimientos superiores al mercado, y por otro lado abre aún más el mercado para productos pasivos y otros productos de bajo costo. En este sentido a medida que el mercado es más eficiente la dificultad de la gestión activa de obtener rendimientos superiores es mayor.

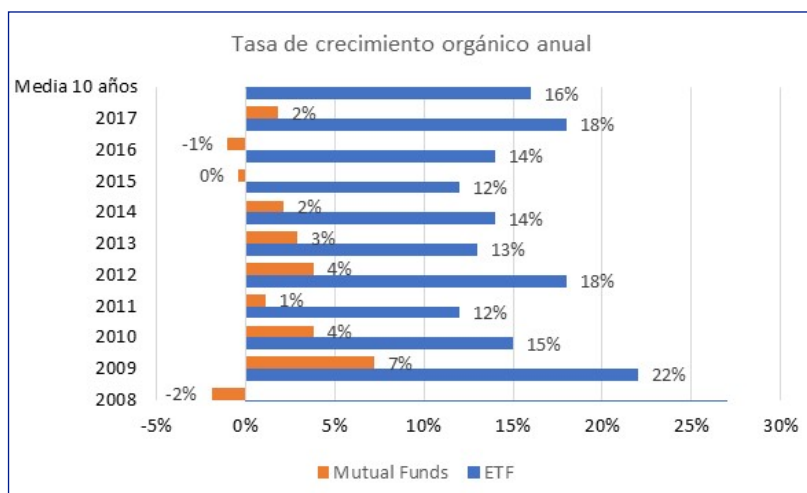
En esta línea, el crecimiento de la gestión pasiva con comisiones más bajas ha sido muy superior en los últimos diez años al de la industria de los fondos de

⁶ Los gastos medios se han calculado a partir de las cifras de gastos en las IICs dadas por la CNMV por categoría de vocación inversora (renta fija, renta variable, etc.) ponderando esos gastos por el peso de cada categoría en cada año.



inversión en general, si bien a cierre del ejercicio de 2018 el volumen de activos bajo gestión pasiva a nivel global representaba tan solo un 6,14%.

GRÁFICO 30. CRECIMIENTO DE GESTIÓN ACTIVA Y PASIVA



Fuente: Elaboración propia con datos de Finect. 2017

En todo caso, la gestión pasiva tiene también elementos de inversión activa. Así, si bien la gestión pasiva se limita a replicar el comportamiento de un índice de referencia, es necesario en primer lugar tomar la decisión de cuál es el índice que se replica y en esa decisión están presentes todos los elementos propios de una gestión activa si bien los gestores deben tomar decisiones activas en relación a que tipologías de activos deben replicar (selección del tipo de índice -renta fija, renta variable-, relación rentabilidad esperada-riesgo, volatilidad, etc.).

Una consideración clave al implementar nuevos modelos de precios es la posibilidad de disponer de distintas tarifas para diferentes servicios, lo que requiere una plataforma de facturación integrada que claramente valore y cobre por servicios distintos de manera coordinada, sin crear confusión para los clientes.

En definitiva, desde el punto de vista de estrategia de precios, cabe esperar una tendencia hacia una mayor claridad, transparencia y certidumbre, normalmente ligada a una relación más directa entre el valor aportado y las comisiones pa-



gadas por los clientes -parte de esa estrategia incluye el explicar al cliente las ventajas de la gestión profesional de sus inversiones-. En un entorno altamente competitivo y de alta transparencia éste es un pilar importante para la sostenibilidad del sector.

5.5. Modelos operativos y eficiencia en costes.

El otro elemento fundamental para la sostenibilidad de la industria es la eficacia en costes. La presión sobre la rentabilidad del negocio ya descrita, hace que la industria preste una atención prioritaria y creciente a sus modelos operativos y de coste.

Esta transformación de los modelos operativos será necesaria para atender a las necesidades de los clientes y capturar la oportunidad de negocio.

La inversión en tecnología seguirá siendo significativa en los próximos años y será clave contar con plataformas operativas y tecnológicas estandarizadas y flexibles cada vez más automáticas y que permitan una relación con los clientes más exhaustiva e integral. El control de costes será por tanto una variable de gestión estratégica (en la que, de hecho, la industria lleva ya años actuando).

Por un lado, cabe esperar que se siga produciendo un proceso continuo de eliminación de actividades manuales y de automatización en el *Middle Office* en las áreas financiera de *reporting*, de riesgos y de cumplimiento.

Adicionalmente, la revisión del modelo operativo implicará el análisis de todas las actividades esenciales (“core”) en las que las entidades centrarán su actividad y aquellas otras que bien por no ser estratégicas o porque existan en el mercado proveedores alternativos, puedan ser objeto de tercerización siendo por tanto previsible un incremento de actividades objeto de externalización.

Compatible con las estrategias anteriores la búsqueda de mayor escala aparece también como una oportunidad no solo para acceder a nuevos negocios o productos o mercados, sino para reducir los costes operativos, sobre todo en las áreas de operaciones y *Back Office*. Por tanto, cabe esperar una creciente consolidación en la industria, tendencia que ya se ha iniciado tanto a nivel global como en el mercado español.



5.6. Disrupción tecnológica.

La tecnología se presenta en la actualidad como un condicionante clave del futuro del sector, afectando tanto a la demanda como a la oferta. En este marco, si bien la necesidad social subyacente no varía, la forma de provisión del servicio y de satisfacción de esa necesidad puede cambiar sustancialmente, por lo que muchas entidades lo perciben como una oportunidad y lo están teniendo en cuenta como su principal estrategia de negocio.

En la actualidad la tecnología ha contribuido a que la industria pueda poner a disposición de los clientes la práctica totalidad de la oferta de productos y servicios existentes en el mercado, que facilite a los clientes el conocimiento y la mejor selección de productos y a un menor coste. Asimismo, permite que los clientes dispongan de la valoración de sus carteras en tiempo real, así como sus posiciones agregadas y un servicio de recomendaciones de ahorro más amplio y personalizado, lo que facilita por un lado una visión global de su situación financiera y por otro una mayor adecuación a sus necesidades.

En este sentido, los gestores de activos tratan de anticipar la demanda futura de los clientes a través de herramientas digitales de tratamiento de datos personales por las que, a través de un proceso de captura de datos, almacenamiento permitan convertir sus productos en soluciones individuales basadas en la aportación de valor entorno al conocimiento de sus necesidades.

Estos servicios personalizados se están logrando gracias a la evolución de gestión de datos y la automatización, a través de las tecnologías de *Big Data* y la Inteligencia Artificial, que abre grandes posibilidades respecto a la personalización del mercado masivo, permitiendo analizar toda la información que consiguen de los clientes, bien sea interna o proveniente de datos públicos. Esta tecnología ofrece la oportunidad a la gestión de activos de identificar patrones en el comportamiento de los clientes, posibilitando predecir sus tendencias financieras y de esta manera hacer más eficiente su toma de decisiones.



GRÁFICO 30. DATOS GESTIONADOS



Fuente: EY Global Wealth Management Research.

En la búsqueda de la satisfacción de las preferencias, necesidades y expectativas de los clientes, toma una especial relevancia el asesoramiento personalizado que las empresas de gestión de activos afrontan como una oportunidad para dar un mejor servicio a los clientes. En este sentido, el incremento del servicio de asesoramiento automatizado en base a algoritmos ofrecido por los *robo-advisors* frente al asesoramiento personal ha sido significativo.

El principal segmento que tiene mayor conciencia y preferencia por los *robo-advisors* es el de alto patrimonio y no los segmentos masivos como se suele suponer. Más del 70% de los clientes de alto patrimonio considerarían la utilización de un *robo-advisor*, en comparación con el 37% de los clientes masivos.

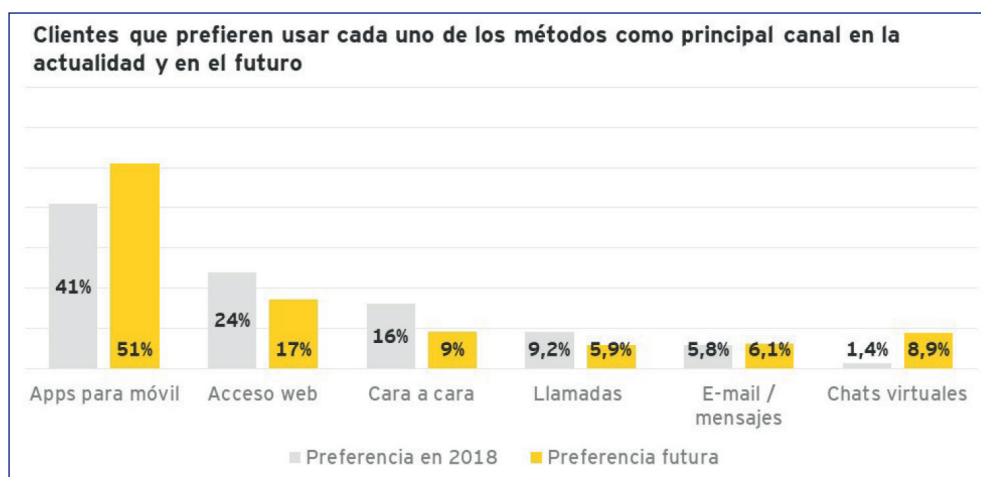
En esta misma línea, los *chatbots* (tecnología para la comunicación con los clientes de forma ágil y trazable) pueden ayudar a interactuar con clientes, no solo en los servicios más básicos, sino que existe un aumento de la preferencia por los *chatbot* cuando el cliente busca asesoramiento financiero o persigue aprender sobre productos y servicios y no tanto en realizar transacciones.

Aunque a priori puede parecer que la presencia de los *chatbots* en el mercado de la gestión de activos puede ser contraria a la idea de valor añadido que aportan los gestores al sector, la realidad puede ser muy distinta, siempre que exista una estrategia y planificación de comunicación a través de este canal.



En el siguiente gráfico se pueden observar las preferencias actuales de los clientes en cuanto a la usabilidad de canales y una perspectiva de cómo evolucionarán dichas preferencias en los próximos años, donde los *chatbots* experimentan el mayor incremento.

GRÁFICO 31. CANALES TECNOLÓGICOS EMPLEADOS POR LOS CLIENTES



Fuente: EY Global Wealth Management Research.

La disrupción tecnológica además de afectar de manera relevante a los procesos de *front*, tiene un impacto directo en la mecanización y optimización de las operaciones que recaen sobre los procesos administrativos, de *Back Office* y de cumplimiento, siendo éstos fuente importante de la reducción de costes, como hemos comentado en el apartado anterior. En esta línea, las empresas de gestión de activos están percibiendo la oportunidad de usar la tecnología (*robotics* y *RegTech*) para reducir los costes y facilitar las obligaciones regulatorias, así como para la mejora del seguimiento.

La incorporación de todas estas tecnologías trae consigo nuevos riesgos operacionales, que deben ser gestionados y autoevaluados en la fase de implementación de una nueva tecnología para evitar debilidades no diagnosticadas.



El aumento del tratamiento y almacenamiento de datos conlleva la necesidad de centrar esfuerzos en la ciberseguridad. Las organizaciones que tienen sistemas seguros y administran los datos de los clientes de manera efectiva mantendrán su percepción en el mercado como empresas en las que se puede confiar.

En este sentido, algunas empresas de gestión de activos externalizan su tecnología, proporcionándoles economías de escala, acceso a recursos con precios competitivos, el riesgo compartido y la reducción de los plazos de entrega, si bien el exceso de externalización puede implicar la ineficiencia en ahorro de costes de tecnología.

5.7. Regulación del sector.

Asimismo, al igual que el resto del sector financiero, la industria de gestión de activos se trata de un sector altamente regulado, lo cual es un claro condicionante de su actividad a futuro. En los últimos años, el sector de la gestión de activos ha sido objeto de una profunda revisión regulatoria dirigida a reforzar la solidez del sector, proteger a los inversores y la estabilidad financiera, dotar de liquidez a las inversiones y fortalecer los marcos de control y de gobierno.

De entre estas regulaciones destaca por su impacto en la industria la Directiva MIFID II que actualiza el marco de transparencia y protección del inversor en los mercados de instrumentos financieros. De entre su amplio contenido destacan tres aspectos clave:

- Obligación de hacer transparente para el cliente si el coste del análisis les va a ser repercutido y, en ese caso, cómo ese análisis va a aportar valor al cliente. Como consecuencia el número de fondos que, según su folleto, repercute estos costes ha subido significativamente.
- Obligación de informar de las comisiones (siendo el 2018 el primer año respecto del cual hay que informarlo). Esta obligación de transparencia redundará en una mejor capacidad del inversor de comprender el valor añadido que recibe y su coste.
- Asimismo, MIFID II introduce la distinción entre asesoramiento indepen-



diente y no independiente, de forma que no se permiten las retrocesiones por parte de quien preste asesoramiento independiente.

Otro aspecto relevante que ha introducido la regulación es el aumento de la cantidad y sobre todo la calidad de la información que los clientes reciben de la industria de la gestión profesional del ahorro, como resultado de las implementaciones de las regulaciones de PRIIPS (Productos Preempaquetados de Inversión Minorista y basados en Seguros) y UCITS (Inversión colectiva en valores mobiliarios), por los cuales se facilita información clave a los clientes sobre el producto para entender la naturaleza, los riesgos, los costes, potenciales beneficios y pérdidas, ayudando a los clientes a comparar con otros productos.

Estas regulaciones y los propios esfuerzos de las entidades han llevado a que éstas hayan revisado y adaptado sus modelos de comercialización y asesoramiento en pos de garantizar la idoneidad, conveniencia y adecuación de los instrumentos financieros al perfil inversor de sus clientes evitando de esta forma potenciales conflictos de interés que mermen la capacidad de actuar en el mejor interés del cliente.

Asimismo, se ha realizado una labor de refuerzo del gobierno corporativo mediante mecanismos de vigilancia y monitorización por parte de las unidades de cumplimiento normativo al tiempo que las funciones de auditoría interna efectuaban labores periódicas de verificación de la idoneidad y efectividad de los mismos.

Por último, el sector está también sujeto a regulaciones transversales como el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD o GDPR por sus siglas en inglés) que exige el establecimiento de procesos y procedimientos que garanticen un gobierno y protección efectivos de los datos personales de los usuarios.

El efecto agregado de la reforma regulatoria ha supuesto un impacto considerable en el sector, lo que ha obligado a las entidades a realizar un esfuerzo adicional en términos de reevaluación de los modelos de negocio y operativo. De igual forma, la naturaleza transnacional de un elevado número de entidades de gestión de activos, así como al carácter global del ámbito de aplicación de las regulaciones imprimen mayor profundidad a los cambios normativos que impactan de forma significativa en la rentabilidad del negocio. Resulta por lo tanto de suma importancia el entendimiento y asimilación de la presión regulatoria en la cultura de la entidad.



5.8. Nuevos operadores.

El modelo operativo está cambiando y la tecnología está reduciendo las barreras a la entrada en el mercado a nuevos competidores digitales, lo que da lugar a que la colaboración con un ecosistema en crecimiento de servicios de *FinTech* puede ofrecer a los gestores de activos tradicionales la oportunidad de reducir costes, cumplir de manera más fácil y efectiva con la regulación y, en última instancia, servir mejor a sus clientes. Numerosos operadores basados en *roboadvisors* ofrecen servicios de inversión dirigidos a públicos masivos con bajo coste.

Esto supone un reto a la industria tradicional en la medida en que estos operadores puedan centrarse en determinados nichos de alta rentabilidad y en los que se pueda competir con una infraestructura de partida relativamente reducida. Asimismo, cabe esperar alianzas y operaciones de adquisición entre operadores tradicionales y nuevos entrantes.



6. CONCLUSIONES

La industria de gestión profesional del ahorro juega un papel fundamental en la gestión y optimización profesional del ahorro, contribuyendo así al desarrollo real y financiero de una economía.

El ahorro juega un papel fundamental, proporcionando autonomía financiera al ahorrador y al conjunto de la economía. El ahorro permite suavizar la senda de consumo de los agentes económicos y financiar inversión en la economía siendo la inversión, a su vez, esencial para el desarrollo de nuevas tecnologías, nuevos productos, el aumento de la capacidad productiva, la investigación y, en definitiva, la expansión de la capacidad de producción de una economía. Por lo tanto, del mismo modo en que el consumo es un determinante fundamental del impulso de la demanda en un periodo, el ahorro es un determinante esencial del crecimiento y desarrollo económico a largo plazo. En definitiva, el ahorro es esencial en una economía para dar estabilidad a familias y empresas, facilitar la inversión e innovación y reducir vulnerabilidades ante deterioros de la coyuntura.

El ahorro en España presenta algunos elementos particulares, como son una mayor concentración en el sector inmobiliario, menor peso de la inversión a largo plazo vía Fondos de Pensiones y un alto peso de los depósitos en el ahorro/inversión financiera. Estas características, combinadas con los retos a los que se



enfrenta la industria de la gestión profesional del ahorro, apuntan a una potencial convergencia del ahorro y de la industria en España hacia un patrón más similar al de los países próximos.

En este entorno, la importancia de la industria de gestión de activos es clara, más en un contexto como el actual (tipos bajos, presiones demográficas, amplitud de oferta de inversión) ya que permite proporcionar asesoramiento profesional para optimizar el ahorro dirigiéndolo a las opciones que más se adecúen a la capacidad y apetito de riesgo de cada ahorrador/inversor y a sus restricciones temporales, legales, fiscales, etc. Asimismo, la inversión colectiva permite aprovechar sinergias y dar acceso a inversores minoristas a las ventajas de la diversificación y de la inversión profesional.

De cara al futuro, el desempeño de ese rol se enfrenta a retos estructurales y coyunturales que condicionarán la manera de aportar valor por parte de esta industria. De hecho, la industria lleva ya años realizando un esfuerzo significativo de adaptación a la evolución de su entorno. Esos esfuerzos se constatan en la creciente innovación de producto y de canales, en el aumento de la transparencia e información o en elementos como la rebaja de las comisiones.

Estos retos a los que se enfrenta la industria de gestión profesional del ahorro -muchos de los cuales, como se ha dicho, ya vienen siendo afrontados por el sector- comienzan por un nuevo entorno estructural en el que pueden destacarse varios elementos: la evolución demográfica, la disrupción tecnológica, los bajos tipos de interés y el cumplimiento regulatorio.

Desde el punto de vista demográfico, los países desarrollados -están experimentando un envejecimiento de su pirámide poblacional consecuencia de tres elementos: aumento de la longevidad, descenso de la natalidad y envejecimiento de las generaciones de “baby-boomers”. Esta evolución, sostenida en el tiempo, condicionará la economía de los próximos años, afectando al crecimiento (vía menor proporción de población en edad de trabajar) y a la demanda (vía cambio en los patrones de consumo, ahorro e inversión). Esta evolución tiene un impacto directo en el marco de pensiones públicas que puede llevar a la búsqueda de complementos a través de formas alternativas de ahorro privado. Asimismo, desde el punto de vista de la industria, esta tendencia implicará cambios en el perfil de los clientes: mayores horizontes de inversión, necesidad de productos distintos, mayor dependencia del ahorro propio, etc. En este sentido, el fomento de la edu-



cación financiera es esencial para que los hogares comprendan la importancia del ahorro sistematizado y a largo plazo.

Desde el punto de vista tecnológico, la disrupción en elementos como conectividad o inteligencia artificial impactan la forma de operar de la industria de diversas maneras. Por un lado, desde el punto de vista de relación con el cliente, los desarrollos tecnológicos permiten nuevos canales de relación y mayor inmediatez en la comunicación y operativa. En cuanto a la gestión, los avances en gestión inteligente de los datos y aprendizaje automático permiten un mejor conocimiento del inversor, recomendaciones más personalizadas y optimización de costes. Asimismo, las nuevas tecnologías abren el mercado a nuevos operadores -sea Fintech u operadores tecnológicos globales gracias a la mayor facilidad de llegada a mercados- o nuevas formas de gestión de inversiones lo cual impacta el mercado y el perfil de competidores. Todo ello, supone un reto importante desde el punto de vista de la forma de cumplir con la función social y la aportación de valor de la industria.

Por otro lado, los bajos tipos de interés pueden considerarse un tercer cambio estructural -o por lo menos un escenario previsible para los próximos años-. Las previsiones de política monetaria y la apertura de mercados internacionales apuntan a que los tipos se mantendrán bajos en los próximos años. Esto supone un reto para la industria puesto que dificulta significativamente la obtención de rentabilidad, especialmente para opciones de inversión de bajo riesgo. A la vez, supone una presión sobre la eficiencia operativa puesto que dificulta la obtención de ingresos por las gestoras y, en definitiva, obliga a explorar nuevas formas de aportación de valor.

Un cuarto condicionante estructural es el regulatorio. A raíz de la crisis ha habido una clara intensificación de la regulación del sector financiero desde varios puntos de vista: solvencia, liquidez, gobierno, conducta y otros. Este nuevo marco supone el entorno regulatorio en el que debe operar el sector. Uno de los principios rectores fundamentales de las reformas en el ámbito de gestión de activos es la protección del inversor -especialmente el minorista- y la transparencia, siendo éstos los principales condicionantes regulatorios del sector. Asimismo, en el ámbito europeo y de promoción de un mercado de capitales las reformas se han dirigido a facilitar la circulación de capitales e inversión, aumentando así el universo de opciones de inversión elegibles y también la competencia internacional.



La atención a todos estos retos apunta a la necesidad de mantener e intensificar el esfuerzo de adaptación del sector desde varios puntos de vista.

En la relación con el cliente es fundamental mantener su confianza en la capacidad de la industria para la aportación de valor, proporcionando una gestión profesional del ahorro privado. Los inversores se enfrentan a crecientes oportunidades y canales de inversión por lo que el gran reto para la industria es que el cliente continúe percibiendo que la gestión profesional que esta industria realiza ofrece resultados diferenciales en términos de adaptación a las necesidades de rentabilidad, riesgo y otras características de los inversores. Dentro del análisis de esa demanda de los clientes cabe esperar que cobre un peso creciente la demanda de inversión socialmente responsable. Finalmente, esa relación debe estar basada en la transparencia como pilar para la toma de decisiones informadas y para el mantenimiento de la confianza del cliente.

Desde el punto de vista de modelo de negocio, cabe esperar que las entidades gestoras continúen los esfuerzos que ya están realizando de fomento de la eficiencia (apoyándose en los desarrollos tecnológicos) y de adaptación de sus modelos de comisiones y precios a los nuevos productos, a las obligaciones de transparencia y también al entorno de rentabilidades.

Afrontar estos retos es importante para la industria de gestión de activos, pero lo es también para el conjunto de la economía. El ahorro es muy importante para el crecimiento, desarrollo y estabilidad económica. Proporciona financiación para la inversión, ayuda a la absorción de shocks y aporta seguridad financiera a los agentes económicos. Por eso es importante que esté adecuadamente incentivado y gestionado. Y ahí es donde la industria, a través de la gestión profesional del ahorro, puede realizar una importante función social de gran valor para el conjunto de la economía.



ANEXO

IMPACTO DEL COVID-19 EN EL SECTOR DE GESTIÓN DE ACTIVOS⁷

La crisis derivada de la pandemia del COVID-19 ha pasado a ser, desde su estallido, el condicionante fundamental de la actividad económica y financiera a nivel global. Todos los análisis sobre la situación y perspectivas de entidades, sectores y países están completamente marcados por este factor. Por ello, se introduce en este estudio un análisis de los principales impactos del entorno COVID-19 en la industria de gestión de activos. Este análisis incluye un repaso de los principales canales de impacto, primeras consecuencias en el sector, así como una revisión de cómo podrá adaptarse la industria a este nuevo entorno y de cómo esta situación impacta en los retos estructurales del sector.

Canales de impacto.

La crisis económica derivada del COVID-19 se distingue de la crisis anterior en que aquella era una crisis de fundamentales económicos. Sin embargo, el shock del COVID-19 es, en primer lugar, un shock sanitario y a partir de ahí deriva en shock económico. Esto condiciona la forma de impacto en los distintos sectores de la economía.

⁷ El presente estudio se completó previamente a la pandemia COVID-19. Esta sección se ha añadido con posterioridad en Mayo 2020, manteniéndose el resto del estudio en los términos en que se redactaron originalmente.



Desde el punto de vista de la industria de gestión de activos existen varios canales de impacto. En primer lugar, la incertidumbre generada por el impacto económico del shock sanitario ha generado una fuerte caída en los mercados lo que afecta directamente a los resultados de las inversiones.

Asimismo, más a medio plazo las perspectivas económicas se han deteriorado significativamente. En la situación pre-COVID, la expectativa de crecimiento mundial -con datos del FMI- era 3,3% para 2020 (1,6% para España y 1,3% para zona euro). En la última actualización de esas perspectivas por parte del FMI, la previsión ha pasado a ser de -4,9% para la economía mundial, -12,8% para España y -10,2% para la zona euro⁸. Esto tiene, por lo menos, dos implicaciones directas sobre la industria de gestión de ahorro. Por un lado, la caída de empleo, producción y renta que eso implica redundará en una menor disponibilidad de ahorro para inversión. Asimismo, la capacidad para explotar oportunidades de inversión en este entorno se complica enormemente.

El deterioro macroeconómico puede concretarse también en un deterioro de las calificaciones crediticias de empresas en los sectores más afectados. Esto puede afectar a las condiciones de elegibilidad para su selección para determinados fondos con el impacto consiguiente en la composición de carteras y en la financiación de esas empresas.

En este entorno, la política monetaria, que ya venía siendo históricamente expansiva, ha apostado claramente por la garantizar las condiciones de financiación, el apoyo al flujo de crédito y la facilitación de la financiación pública. Esto apunta al mantenimiento de los tipos de interés negativos y de las condiciones de financiación laxas, que tienen impacto en la gestión del ahorro y de la inversión.

Primeras consecuencias.

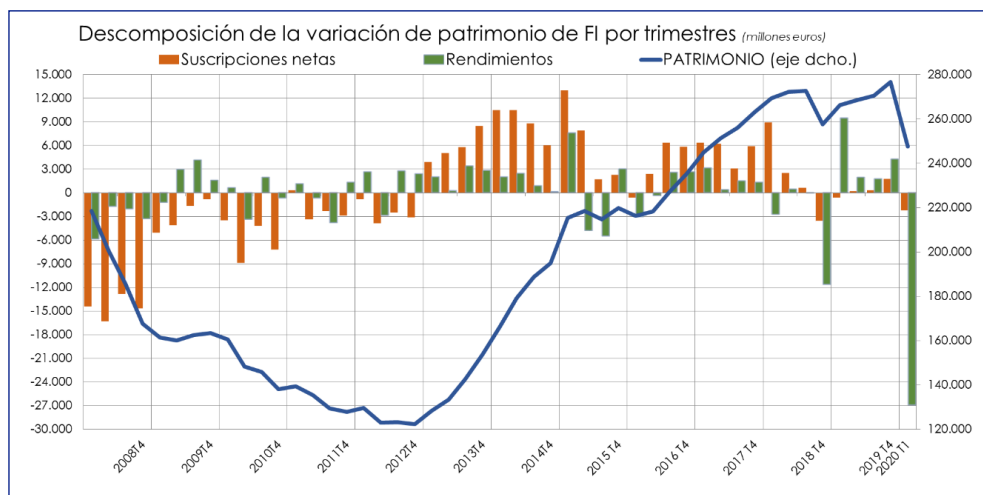
En los primeros momentos de la pandemia se ha observado un doble impacto en el volumen de activos bajo gestión: por un lado, por reembolso de fondos y, por otro, por el impacto en la valoración de los fondos y de los activos de inversión.

⁸ FMI, World Economic Outlook Junio 2020



Como se observa en la tabla 1, de estos dos factores, el ajuste del 1º trimestre del 2020 se debió fundamentalmente a caída en valoración y, en menor medida, a desinversiones -en contraste, por ejemplo, a lo ocurrido en 2008, con volúmenes muy elevados de reembolsos en todos los trimestres-.

TABLA 1

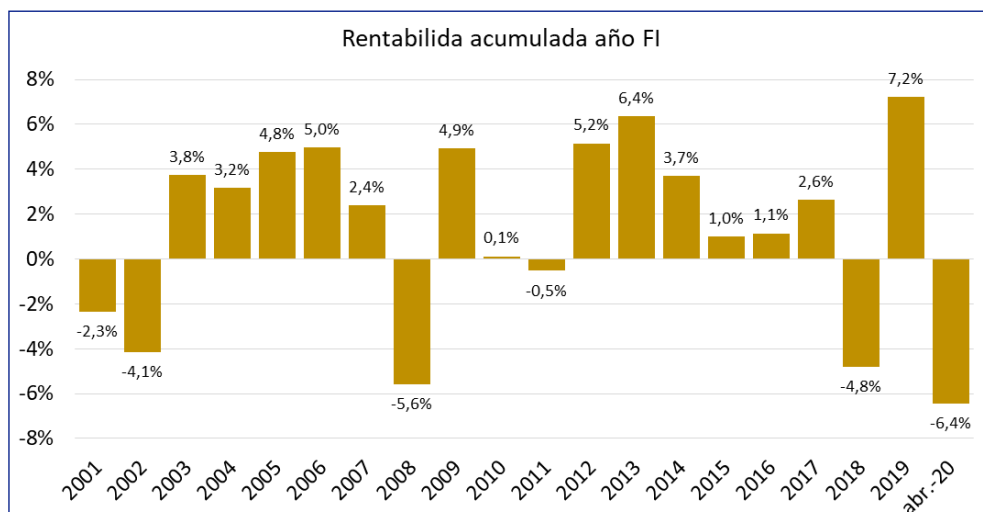


Fuente: INVERCO

La tabla 2 detalla la evolución de la rentabilidad histórica de los Fondos de inversión, con la cifra de 2020 hasta abril en la que se puede observar la rentabilidad acumulada en lo que va de año.



TABLA 2



Fuente: INVERCO

La nueva situación supone también un reto para la gestión.

- Aumenta la complejidad de las decisiones de inversión. El actual entorno de volatilidad e incertidumbre, así como la falta de experiencia en situaciones similares dificulta el análisis fundamental así como la obtención de información. Esto hace que sea difícil invertir con una relación de rentabilidad y riesgo aceptable.
- Desde el punto de vista de los inversores, la forma de gestión óptima dependerá de factores como actitud frente al riesgo y capacidad de asunción de riesgo.

En cuanto a la actitud frente al riesgo, las dos posiciones extremas serían, en primer lugar, la que percibe esta situación como una oportunidad para buscar opciones con potencial de revaloración aprovechando las caídas de cotizaciones y, en el otro extremo la que, ante la incertidumbre y volatilidad, considera que es ocasión para refugiarse en los activos más seguros.



El otro gran condicionante es la capacidad de asumir riesgos o de mantener las inversiones. El drástico y rápido cambio de circunstancias obliga a re-evaluar las posibilidades de asunción de riesgos por parte de los inversores (impacto de esta situación en su renta, posición patrimonial o necesidades de liquidez).

En cualquiera de los casos, la comunicación clara y continuada con los clientes es, en este contexto, esencial para la industria de gestión del ahorro. Será fundamental que el cliente tenga una perspectiva lo más clara posible sobre las perspectivas, así como sobre las estrategias inversoras según los escenarios posibles.

- Desde el punto de vista operativo, la actual situación implica avanzar en el trabajo remoto y en la comunicación digital con el cliente. Este avanza una tendencia que estaba ya apuntada en muchos sectores de la economía, pero que se ha visto acelerada de forma forzosa. A medio plazo esto puede ser una oportunidad que dé flexibilidad, pero en el corto plazo implica retos de gestión y de comunicación, así como riesgos (confidencialidad, ciberseguridad).

El sector en el nuevo entorno.

La crisis del COVID-19, como no podía ser de otra manera, impacta al sector de gestión de profesional del ahorro. De hecho, se trata de un sector especialmente sensible dada su exposición a un gran número de sectores y su dependencia de la disponibilidad de ahorro.

A corto plazo, como se ha comentado hay una serie de retos operativos y de gestión. Estos retos se refieren a la reevaluación del perfil inversor de sus clientes, la reorientación de las carteras en función de sus expectativas macro y micro-económicas y la intensificación de la comunicación con los clientes. Estos retos por cuidar especialmente la atención y la confianza de los clientes. Asimismo, el entorno COVID acelera ciertas tendencias que estaban ya apuntadas en los años previos a la crisis, como la digitalización de canales de comunicación y servicios o la posible tendencia a la consolidación.

En todo caso, tanto para el corto como para el medio y largo plazo esta situación



reafirma uno de los principales valores añadidos del sector para la sociedad como es su rol en la gestión profesional del ahorro. Tal y como se refleja en las conclusiones del cuerpo principal de este informe, la industria de gestión profesional del ahorro juega un papel fundamental en la gestión y optimización profesional del ahorro, contribuyendo así al desarrollo real y financiero de una economía. El entorno económico generado por el COVID-19 se caracteriza por una gran volatilidad e incertidumbre. En este contexto la gestión profesional puede ayudar a los inversores y ahorradores a optimizar su planificación financiera conforme a su capacidad y apetito de riesgo de cada ahorrador/inversor, así como su horizonte de inversión.

Asimismo, a medio plazo, este tipo de crisis, con un alto impacto social -alto número de fallecidos, familias afectadas por el impacto económico, colectivos profesionales especialmente volcados en proteger la salud y seguridad de todos- puede ser catalizador de una mayor preocupación por la inversión social (la “S” en la inversión ESG). El sector de gestión profesional puede servir de catalizador eficiente de esa demanda.

Por otro lado, esta crisis ratifica la importancia que el ahorro tiene para una economía. El ahorro sirve para suavizar la capacidad de consumo de los agentes económicos y también para proporcionar un margen de seguridad financiera. Esto, en situaciones como la actual de caída de renta y de nivel de empleo facilita el afrontar los retos propios de este entorno.

En definitiva, la situación económica actual supone un gran reto para el sector de gestión de activos. Los activos bajo gestión han sufrido el impacto de la crisis, vía reembolsos y, especialmente, vía depreciación. En estas circunstancias, el sector tiene la oportunidad de demostrar y poner en valor su capacidad de generar valor añadido a través de la gestión profesional del ahorro.



EQUIPO DE TRABAJO

José Luis Jiménez

MAPFRE; Group Chief Investment Officer

Lázaro de Lázaro

Head of the European Region Santander Asset Management

Ángel Martínez-Aldama

INVERCO; Presidente

Jesús Sánchez-Quiñones

Renta 4 Banco; Consejero –Director General

Sebastián Velasco

Fidelity International; Director General, España y Portugal.

Alfredo Jiménez

Fundación de Estudios Financieros

Javier Méndez

Fundación de Estudios Financieros

Coordinación

Mario Delgado

EY, Socio de Regulación Financiera

Alberto Placencia

Senior Advisor

David Ibáñez

EY, Director Consultoría



FOROS DE DEBATE – DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambio normativos en los seguros (LOSSEAR ROSSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.
- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.
- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.
- Nº 13. ¿Es la economía española financieramente vulnerable?. Octubre 2017.
- Nº 14. Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española. Febrero 2018.
- Nº 15. Sector Asegurador: impacto de las tendencias macroeconómicas y demográficas. Mayo 2018.
- Nº 16. Retos financieros pendientes de la economía española. Enero 2019.
- Nº 17. Nuevos retos del sector del automóvil. Julio 2019.
- Nº 18. Principales retos actuales y futuros del sector bancario español. Noviembre 2019.



**Inversión y crecimiento sostenible:
retos y oportunidades en la gestión profesional del ahorro**

- Nº 19. La Banca en el Siglo XXI: retos y respuestas. Talleres: 1) Fintech y Regulación Financiera. 2) Big Data e Inteligencia Artificial en el ámbito financiero. 3) Sector Financiero, Digitalización y Derecho de la Competencia. Noviembre 2019.
- Nº 20. Grandes retos de la economía gallega en la era digital. Octubre 2019.
- Nº 21. Inversión y crecimiento sostenible: retos y oportunidades en la gestión profesional del ahorro.

ENTIDADES PATRONO

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
DELOITTE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA

