El concepto de gestión integral de la riqueza familiar comprende diferentes disciplinas que interactúan en función de la posición patrimonial y las necesidades de las familias

El nuevo paradigma de las FINANZAS

Dar respuestas individuales a necesidades más globales. Este es el nuevo reto de la industria financiera moderna. La extensión de la cultura financiera, el vertiginoso desarrollo de los canales de información, la sofisticación de las alternativas de inversión disponibles y el reclamo por parte de los Estados capitalistas de un mayor compromiso del individuo en sus planes de sostenibilidad económica futura, son factores que se entrelazan para configurar un nuevo paradigma de las finanzas personales. Un paradigma que pasa por entender la gestión integral de las finanzas familiares cómo una disciplina dinámica que se debe adaptar al ciclo vital de las personas y las necesidades específicas de cada momento.

Alberto Ruiz Rodríguez y Ángel Bergés,
Analistas Financieros Internacionales.

Durante la década de los noventa hemos asistido a un cambio de tendencia en el comportamiento de los ahorradores españoles, especialmente en lo que se refiere a la composición de sus carteras. Si en los años 80, la mayor parte de las inversiones se centraban en activos con poco riesgo y denominados en monedas locales, en los últimos años los ahorradores españoles están mostrando un mayor interés por activos financieros de mayor riesgo, en es-

pecial instrumentos de renta variable y fondos de inversión. Además, exhiben una mayor preocupación por la diversificación de sus inversiones, aceptando, en buena medida, abrir sus carteras a activos internacionales.

Por otro lado, el ciclo patrimonial de una unidad familiar se ve salteado por una serie de incertidumbres de reciente aparición. Si en épocas anteriores los eventos patrimoniales que podían afectar la estabilidad y salud de nuestra economía familiar (pérdida de empleo, jubilación, fallecimiento) eran escasos o bien encontraban respuesta suficiente a través de las Administraciones Públicas, las condiciones de vulnerabilidad actuales requieren una mayor capacidad de previsión y respuesta autónoma.

La sofisticación de la composición de la cartera de activos financieros de las familias por un lado y, por otro, ante la aparición de determinados eventos, la disminución del papel del Estado en los sistemas de previsión social que los particulares venían disfrutando, otorgan hoy una especial relevancia a enfoques más integrales de las finanzas familiares. Nuevos enfoques en donde la planificación financiera dirigida a un objetivo, la fiscalidad, la gestión y previsión del riesgo patrimonial deben completar la ya clásica gestión de inversiones.

Esta aproximación integral de las finanzas personales es una práctica relativamente nueva en el panorama financiero español, a diferencia de lo que ocurre en otros países, especialmente anglosajones. El objetivo de este artículo es, precisamente, definir qué se entiende por gestión integral de las finanzas personales, definir el proceso básico de planificación de las finanzas de los particulares y tratar de diseñar una estrategia adecuada de gestión en momentos de incertidumbre como a los que actualmente estamos asistiendo. >

Objetivo de la Planificación Financiera:

"Conseguir un equilibrio entre los recursos y las necesidades"

Ventajas

- ✔ Superar la complejidad del entorno legal y financiero
- ✔ Mantener y mejorar el nivel de vida
- ✔ Reducir o eliminar incertidumbres
- ✔ Capacidad de reacción ante eventos patrimoniales inesperados
- ✔ Ajustar las decisiones de inversión a nuestro perfil de riesgo y nuestros objetivos

Obstáculos

- ✕ Pensar que la planificación sólo es de aplicación a grandes patrimonios
- ✕ Incapacidad para ahorrar
- ✕ Tendencia a aplazar la toma de decisiones sobre el futuro
- ✕ Aplicación del principio de exclusión: Las situaciones inesperadas sólo las sufren los demás
- ✕ Tendencia a buscar rentabilidades a corto plazo: el inversor impaciente

GRAFICO 1. Seguimiento: Táctico y Estratégico

LA GESTIÓN INTEGRAL DE LAS FINANZAS FAMILIARES

El concepto de gestión integral de la riqueza de las familias comprende diferentes disciplinas que interactúan en función de la posición patrimonial y las necesidades de las familias. Por un lado, la planificación financiera, que es el conjunto de decisiones realizadas a lo largo del ciclo vital de una unidad familiar con el objetivo de dar respuesta a sus necesidades financieras presentes y futuras. Por otro lado, nos encontramos con la planificación sucesoria entendida como las actividades encaminadas a transmitir riqueza entre distintas generaciones familiares de forma fiscalmente eficiente. Y, finalmente, la gestión de inversiones, que se define como la selección de estrategias de inversión adecuadas a cada perfil de riesgo de los individuos.

La gestión integral de la riqueza de las familias se puede definir, de esta manera, como la selección de aquellas estrategias e instrumentos de inversión, ajustadas al perfil de riesgo del individuo y óptimas desde el punto de vista financiero y fiscal, adoptadas con el objetivo de dar respuesta a las necesidades financieras de los individuos y alcanzar los objetivos de conservación y transmisión patrimonial deseados.

El proceso de planificación comprende una serie de etapas, que interactúan entre sí con el propósito de abordar de forma ordenada y dinámica en el tiempo la gestión integral de las finanzas familiares. En concreto, las fases que proponemos son las siguientes:

1. Análisis de las necesidades financieras y situación patrimonial.
2. Determinación del perfil de inversión del individuo.
3. Identificación de los objetivos financieros a corto, medio y largo plazo.
4. Toma de decisiones del plan financiero personal.
5. Ejecución del plan financiero personal.
6. Seguimiento, revisión y adaptación del plan.

ANÁLISIS DE LAS NECESIDADES FINANCIERAS

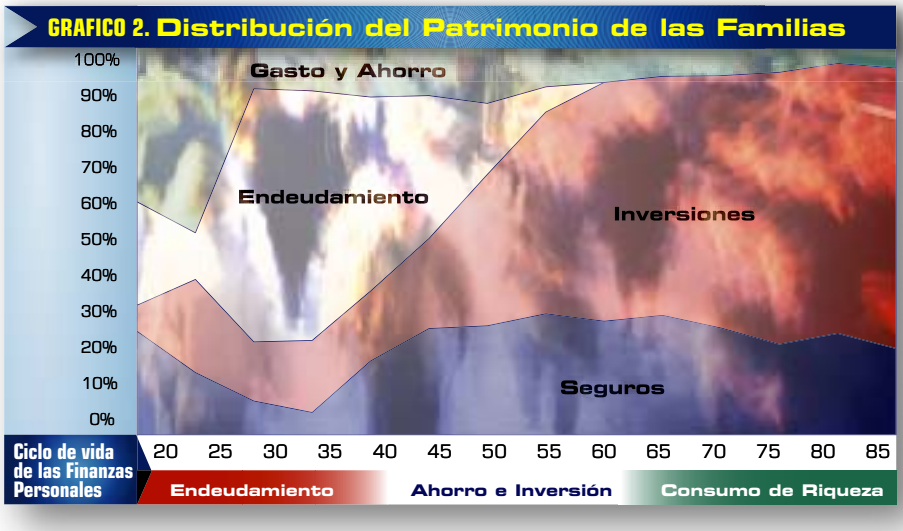
La primera pregunta que nos debemos hacer a la hora de planificar las finanzas personales es determinar cuáles son las necesidades financieras actuales y prever, en la medida de lo posible, el momento y la magnitud de las futuras **(ver gráfico 1)**.

De forma sintética, podemos definir cuatro necesidades básicas que se presentan a lo largo de la vida patrimonial de la unidad familiar:

- Consumo
- Inversión
- Previsión y Ahorro
- Protección

DETERMINACIÓN DEL PERFIL DE INVERSIÓN DEL INDIVIDUO: EL MAPA PATRIMONIAL DE LA UNIDAD FAMILIAR

La agrupación homogénea de las necesidades financieras anteriormente citadas (qué necesitamos) en función del momento del



ciclo vital en que se suelen activar (cuándo lo necesitamos) nos permite definir tres tipologías básicas de individuos que mantienen una serie de características diferenciadas en cuanto a horizonte temporal y objetivo de la inversión, perfil de riesgo y productos recomendables **(ver gráfico 1)**.

- Personas en fase de acumulación
- Personas en fase de consolidación
- Personas en fase de protección

▪ Personas en fase de acumulación.

Es la fase del ciclo vital que se identifica, en términos generales, con el joven ahorrador. Las principales características de estas personas son:

1. Dado que se trata de personas jóvenes, como ya hemos comentado, su horizonte temporal es muy largo.
2. Son inversores generalmente poco aversos al riesgo
3. Sin embargo, tienen una buena parte de sus ingresos comprometidos a objetivos concretos, con partidas de gastos importantes: (pagos de la vivienda, educación de los hijos, etc.)
4. La fiscalidad todavía no ha llegado a ser lo más importante, puesto que tienen un amplio recorrido salarial en sus puestos de trabajo.
5. Tienen amplia cultura financiera, pero no cuentan con experiencia, por lo que pueden necesitar de asesoramiento personalizado

La composición de la cartera de inversión en estas circunstancias o lo que se llama el "asset allocation" que más adecuadamente se ajusta a este perfil de inversores sería una cartera diversificada en la que el porcentaje de renta variable debe ser, frente al resto de tipologías de inversores, superior frente a la renta fija y la liquidez. Además, dentro la parte que se invierta en renta variable, el peso de los títulos debe centrarse en empresas denominadas de valor o blue chips por distintas razones:

- Mantienen una volatilidad inferior a la del mercado, permitiendo que, ante necesidades de liquidez, las circunstancias adversas del mercado no menoscaben de forma importante el valor de la inversión realizada.
- Permite que los inversores se aprovechen de la prima de rentabilidad a largo plazo que ofrecen las inversiones en renta variable

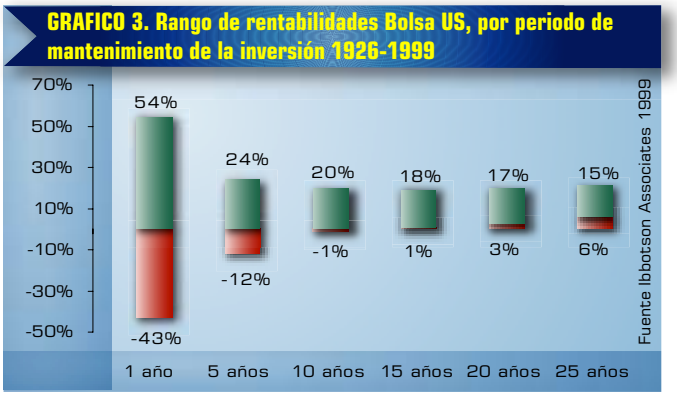
En cuanto a los instrumentos adecuados para vehiculizar dichas inversiones, teniendo en cuenta que estamos hablando de decisiones con un horizonte temporal a largo plazo, podría realizarse, tanto a través de fondos o invirtiendo directamente en bolsa.

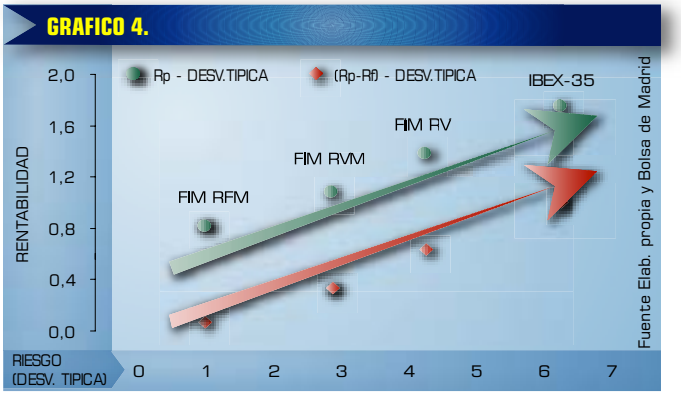
▪ Personas en fase de consolidación

Es la fase del ciclo vital que se identifica, en términos generales, con las personas de mediana edad y las características que les describen:

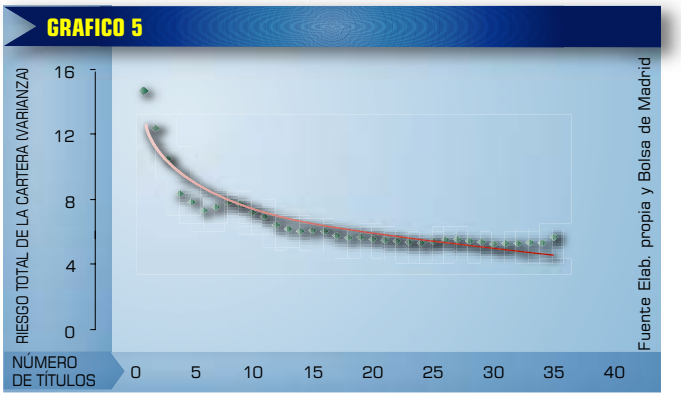
1. Tienen unos ingresos altos derivados tanto de su

<La primera pregunta que nos debemos hacer a la hora de planificar las finanzas personales es determinar cuáles son las necesidades financieras actuales y prever, en la medida de lo posible, el momento y la magnitud de las futuras.>





<La gestión integral de la riqueza de las familias se puede definir, de esta manera, como la selección de aquellas estrategias e instrumentos de inversión, ajustadas al perfil de riesgo del individuo y óptimas desde el punto de vista financiero y fiscal, adoptadas con el objetivo de dar respuesta a las necesidades financieras de los individuos y alcanzar los objetivos de conservación y transmisión patrimonial deseados.>



trabajo como de los rendimientos generados por su patrimonio. Esto deriva en un fuerte ritmo de ahorro cuya finalidad fundamental es la jubilación.

2. No tienen necesidad de disposición de los rendimientos de su cartera
3. Se va modificando su tolerancia al riesgo, derivando hacia perfiles más moderados.
4. Por su edad su horizonte temporal continúa siendo largo.
5. Comienza a tener relevancia la fiscalidad de las inversiones, puesto que su tipo de tributación es alto.
6. La protección de su patrimonio frente a la inflación comienza a constituirse como uno de los objetivos de su inversión

La estrategia de inversión de los individuos en fase de consolidación destaca por la disminución de la proporción de patrimonio destinada a inversiones en renta variable frente a los individuos en fase de acumulación, aunque la disminución de las necesidades de liquidez permita, en ocasiones, que el perfil de dichas inversiones tenga un carácter más arriesgado. En este sentido, la diversificación de la cartera de inversión en renta variable puede permitir la inclusión de valores o fondos de más riesgo: países emergentes sectoriales o fondos que inviertan en empresas de mediana capitalización bursátil tipo "small caps".

La materialización de estas inversiones debe hacerse principalmente a través de fondos de inversión o de unit linked, si son inversiones a más de cinco años.

■ **Personas en fase de protección**

En esta fase se encuentran las personas que han llegado a su jubilación. El perfil inversor viene definido por una serie de características diferenciales:

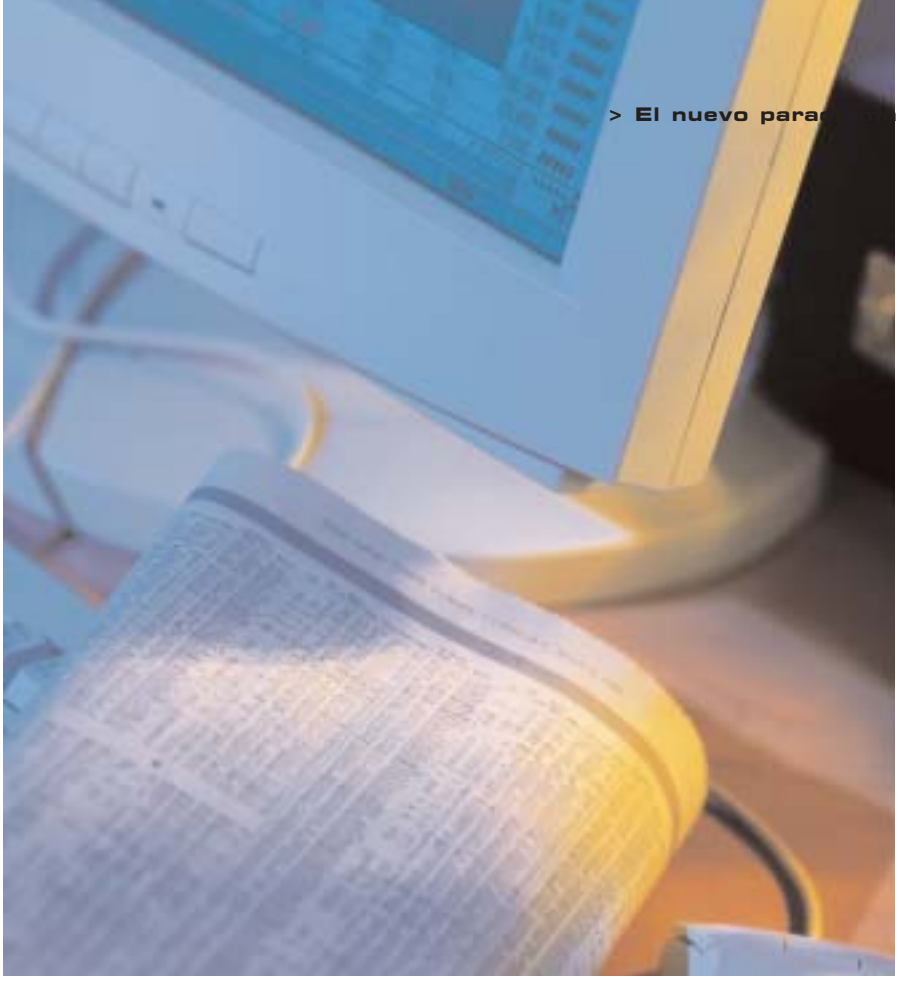
1. La cartera de inversión debe generar unos rendimientos mínimos que vienen definidos por la cantidad de ingresos que son necesarios para complementar la pensión de jubilación.
2. Necesitan protegerse contra la inflación más que a otras edades, especialmente si el ingreso mínimo complementario que necesitan es muy alto
3. Su horizonte temporal es bastante corto.
4. Suelen ser personas de perfil conservador, con poca tolerancia a la pérdida de capital.
5. La fiscalidad vuelve a pasar a ser un factor secundario, porque desciende el tipo marginal al reducirse los rendimientos de trabajo.

En este caso la composición de la cartera debe generar rendimientos fijos con lo que se debe primar la inversión en instrumentos de renta fija o con rendimientos asegurados: bonos y los activos del mercado monetario.

La parte destinada a renta variable debe reducirse y, en su caso, optar por acciones que paguen dividendos altos, puesto que la fiscalidad ya no es tan importante como en la fase de consolidación.

IDENTIFICACIÓN DE LOS OBJETIVOS FINANCIEROS A CORTO, MEDIO Y LARGO PLAZO

Una vez conocida la situación patrimonial actual del cliente el siguiente paso es la identificación de sus objetivos financieros. La definición de nuestros objetivos no es una cuestión fácil. Según un reciente estudio de Merrill Lynch, sólo un 21% de los encuestados era capaz de definir bien sus objetivos financieros a alcanzar, el 45% tenia una idea de los objetivos pero no era capaz de cuantificarlos y finalmente el 34% no



sabia cómo establecer sus objetivos a medio y largo plazo. A modo de ejemplo, presentamos los objetivos más habituales que persiguen las unidades familiares:

- Protección frente a riesgos personales:
  - Muerte prematura o invalidez.
  - Paro de larga duración.
  - Perdidas por siniestros
- Acumulación de capital:
  - Para mejorar el nivel de vida.
  - Para aumentar el nivel de riqueza personal.
- Jubilación:
  - Asegurar una jubilación mínima.
  - Mantener un mismo nivel de vida durante la jubilación.
- Necesidades de ahorro especificas.
  - Compra de vivienda.
  - Educación de los hijos.
  - Liquidez para emergencia (fondo de maniobra)
- Reducción y retardo de las obligaciones fiscales
  - Durante la vida activa.
  - Para la sucesión.
- Objetivos de inversión puros.
  - Obtención de rentas.
  - Obtención de crecimiento patrimonial.

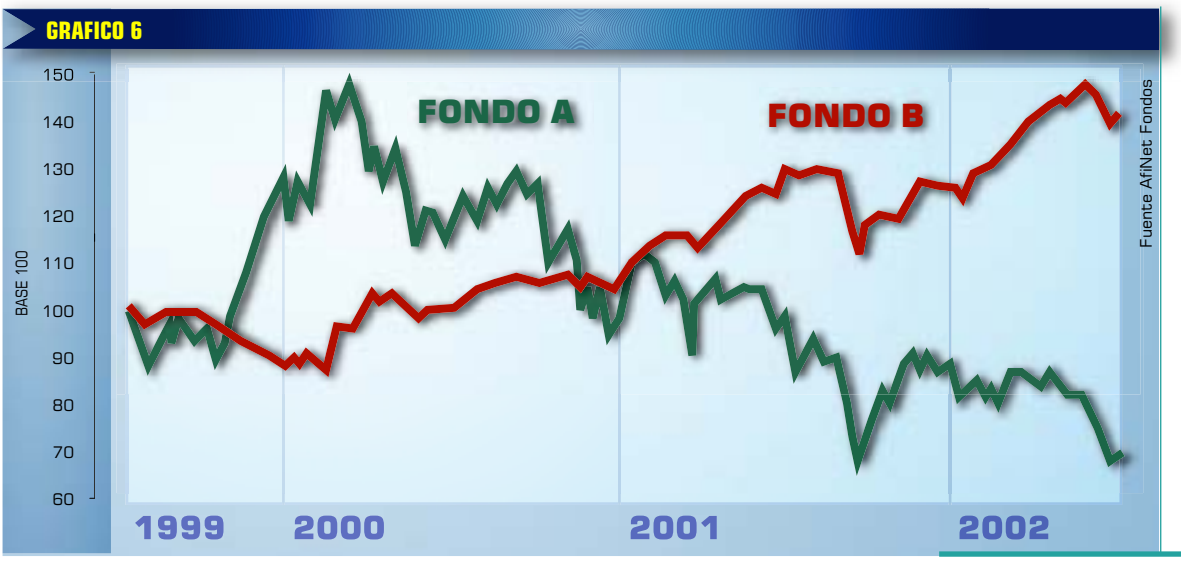
Una de las tareas más importante del gestor será la de clarificar con el cliente el orden de prioridad de sus objetivos personales y especialmente determinar: qué objetivos son a corto y a largo plazo, lo que implicara establecer estrategias distintas; qué objetivos son compatibles entre sí; qué patrimonio neto queremos alcanzar y a que horizonte temporal; y, por último, qué nivel de ahorro queremos mantener en cada periodo de nuestra vida que sea compatible con los objetivos a alcanzar.

TOMA DE DECISIONES DEL PLAN FINANCIERO PERSONAL

Una vez definida nuestra situación patrimonial, la probable evolución de dicho patrimonio, nuestros objetivos concretos y los posibles eventos que pueden afectar la composición de nuestro patrimonio, debemos seleccionar las categorías de activos financieros (liquidez, renta fija y renta variable) y de pasivo que están a nuestra disposición y generar la combinación óptima de los mismos para alcanzar los objetivos propuestos en la fase 3. Esto es lo que en terminología anglosajona se denomina asset allocation o distribución de activos. Hay que recordar que la correcta distribución de tales activos atendiendo a las perspectivas del ciclo económico y bursátil van a suponer la principal fuente de retorno de nuestras inversiones.

La determinación de esa combinación óptima de activos para alcanzar un determinado resultado, o una cadena de objetivos a lo largo del tiempo, exige la aplicación rigurosa de los principios básicos de la gestión de finanzas personales. A continuación definimos algunos de ellos, qué son y cómo tenerlos en cuenta.

- **El Fondo de Maniobra.** Un fondo de emergencia se define como la cantidad del patrimonio que un individuo destina a prever determinadas eventualidades de carácter extraordinario que pueden surgir en un momento determinado (reparaciones en casa, un problema con el coche, o un gasto médico). Existe una regla intuitiva para determinar el importe del fondo de maniobra: una vez analizado el presupuesto familiar, se debe destinar a dicho fondo entre tres y cinco meses de gastos.
- **El Horizonte temporal.** La rentabilidad de nuestras inversiones es una variable que va a depender, en gran medida, del plazo de las mismas. Existe abundante investigación que nos indica la relación existente entre el horizonte temporal de una inversión, tanto en renta variable como en renta fija, y la rentabilidad que las remunera **(ver gráfico 3)**.
- **El binomio de rentabilidad riesgo.** Dos de las características más importantes de una inversión son la rentabilidad y el riesgo. Rentabilidad entendida como incremento (disminución si es negativa) de valor de la inversión inicial, y riesgo entendido como grado de incertidumbre con el que se obtiene esa rentabilidad. Uno de los principios clásicos de las finanzas es la relación existente entre la rentabilidad y el riesgo: a mayor rentabilidad le corresponde asumir un mayor riesgo **(ver gráfico 4)**.
- **El principio de diversificación.** Los riesgos no sistemáticos o específicos (aquellos que afectan de formas específica a las empresas, emisores de bonos, etc.) pueden reducirse considerablemente o incluso eliminarse a través de la diversificación de los activos que compongan la cartera de un inversor **(ver gráfico 5)**.
- **La optimización financiero fiscal.** El coste o el ahorro de impuestos que el particular obtenga por la elección de un producto financiero u otro representará, >



sin la menor duda, uno de los elementos primordiales en la toma de decisiones para conseguir una óptima estrategia de planificación.

EJECUCIÓN DEL PLAN FINANCIERO PERSONAL

Una vez determinada la cartera de activos y pasivos, debemos ejecutar nuestra estrategia por medio de una entidad financiera, a través de las plataformas que están a nuestra disposición (transacción vía telefónica, on-line o a través de establecimiento físico) y utilizando el vehículo de inversión que mejor se ajuste a nuestras necesidades.

Si en el apartado anterior hacíamos referencia a la importancia de la selección de activos que componen nuestra cartera (asset allocation), la determinación de los instrumentos de inversión a través de los que vehiculizar dichas estrategias (asset location) presenta, en ocasiones, similar trascendencia. La distinta flexibilidad, la facilidad de acceso a determinadas estructuras sofisticadas y, especialmente, el diferente tratamiento fiscal determinan la elección del instrumento que mejor se ajuste a las necesidades de las unidades familiares. Precisamente, la actual reforma fiscal sobre productos financieros va a determinar, a parte de otras variables, la preferencia de los particulares por unos determinados productos financieros (fondos de inversión) frente a otras alternativas que, en ocasiones, pueden resultar fiscalmente menos eficientes (inversión directa, SICAVS, Unit Linked, etc.)

SEGUIMIENTO, REVISIÓN Y ADAPTACIÓN DEL PLAN

Las estrategias adoptadas para la correcta planificación de nuestras finanzas personales exigen un riguroso seguimiento que nos aportará información relevante para determinar si las estrategias adoptadas están cumpliendo los objetivos definidos, procediendo en caso negativo a modificarlas dinámicamente (seguimiento estratégico) y, por otro lado, para renovar las estrategias iniciales ante la aparición de nuevos eventos patrimoniales (seguimiento táctico).

El seguimiento y control de nuestras inversiones se puede realizar de diversas maneras: desde el simple control de los extractos que nos envían las entidades financieras en las que tenemos depositadas nuestras inversiones, hasta realizando informes o resúmenes periódicos que nos den información precisa sobre nuestra situación patrimonial.

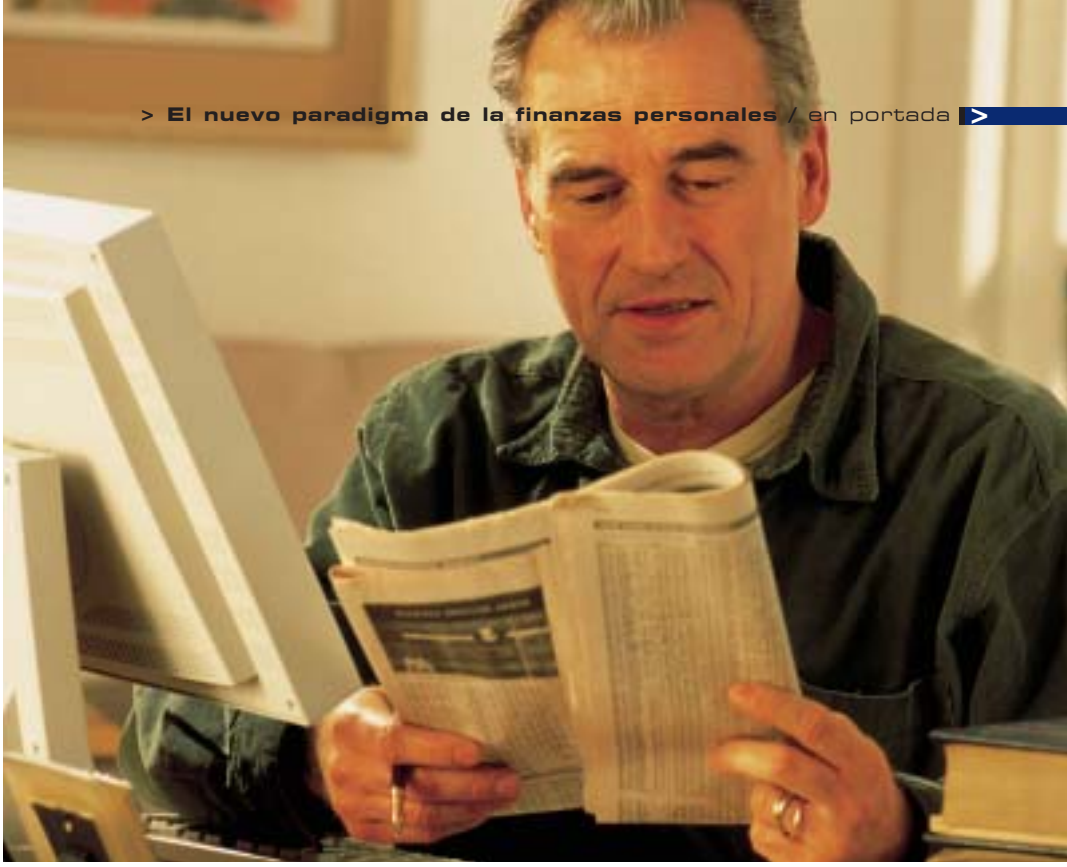
Resulta aconsejable dotar a las tareas de seguimiento de una cierta automatización, bien a través de la utilización de un software específico o mediante el desarrollo de hojas de cálculo personales. Por otro lado, el momento más adecuado para realizar dicha supervisión puede ser el último trimestre del año, ya que nos va a permitir tomar decisiones dirigidas a optimizar el pago de impuestos -aportación cuenta de ahorro vivienda, realizar una amortización parcial de nuestro préstamo para la adquisición de la vivienda habitual o realizar aportaciones a un plan de pensiones.

El momento más adecuado para realizar la supervisión puede ser el último trimestre del año, ya que nos va a permitir tomar decisiones dirigidas a optimizar el pago de impuestos

GESTIÓN DE LAS FINANZAS FAMILIARES EN ÉPOCAS DE INCERTIDUMBRE EN LOS MERCADOS

Una vez definido lo que entendemos por gestión integral de las finanzas personales y desarrollado de forma esquemática el proceso de planificación, vamos a tratar de poner en práctica dicha metodología aplicada al entorno actual de los mercados financieros. El objetivo de este ejercicio no es realizar un plan financiero exhaustivo, sino presentar de forma genérica al lector algunas claves que le permitan asimilar de forma práctica el alcance de lo que se entiende por gestión integral de las finanzas personales.

En cuanto al análisis de las necesidades financieras, hay que destacar que los pasivos o endeudamiento de las familias, según datos del Banco de España, han pasado de representar el 40% de la renta familiar bruta disponible en el año 1994 a situarse en un



77% en 2001, dirigido fundamentalmente a la compra de la primera vivienda. En un entorno de previsible subida de tipos, las unidades familiares deben simular escenarios de aumentos de la carga financiera derivada del pago de sus obligaciones hipotecarias y ajustar sus políticas de gastos y la asunción de riesgos para evitar problemas de liquidez en sus cuentas financieras.

Por otro lado, la reciente volatilidad en los mercados financieros debe constituir una ocasión para validar la capacidad efectiva de asumir riesgo por parte de las unidades familiares. El sesgo de sobreconfianza (overconfidence bias) suele determinar que los individuos sobreestimen la posibilidad de ganar dinero y subestiman la posibilidad de perderlo, asumiendo así mayores riesgos que los que su perfil de inversión real prescribe.

Una vez recalculadas las necesidades financieras y ajustado el perfil de riesgo, las decisiones de gestión de inversiones deben tener en cuenta las siguientes consideraciones. En primer lugar, la propia evolución de los mercados obliga a rebalancear las carteras de inversión de los particulares para mantener los porcentajes de categorías de activos adecuados a cada perfil de riesgo. Este principio básico de gestión de carteras obliga a tomar decisiones que, en un primer momento, pueden resultar paradójicas: recomponer los porcentajes de las categorías de activos que han sufrido un peor comportamiento (en este caso la renta variable) previa liquidación de posiciones en categorías de activos que presentaron rendimientos positivos (renta fija).

Por otro lado, intentar objetivar las previsiones de evolución de los mercados y eliminar el sesgo de pesimismo (momentum bias). La importancia del conocimiento del factor psicológico en la gestión de las finanzas familiares es relevante, especialmente en épocas de inestabilidad en los mercados. Como ejemplo de este fenómeno resulta suficientemente gráfico los resultados de una investigación realizada en Estados Unidos que mostraba cómo la inercia de los mercados marcaba las expectativas de los inversores individuales sobre la futura evolución de la rentabilidad de sus carteras. Así, los inversores privados atribuían en marzo de 2000 una rentabilidad esperada a la renta variable del 14.4%, mientras que, un año más tarde, y después de la explosión de la burbuja financiera, dichas expectativas de rentabilidad se habían reducido hasta el 7.2% [1].

Finalmente, hay que tener muy en cuenta las posibilidades que nos permiten la optimización fiscal de las pérdidas registradas en los mercados financieros, tanto efectivas como latentes. La compensación de pérdidas efectivas y su compensación con ganancias efectivas registradas en el mismo período temporal (inferior o superior a un año) pueden aumentar de forma significativa la rentabilidad después de impuestos de nuestra inversión. Por otro lado, una pérdida de capital sin realizar se puede considerar, incluso, como una opción gratis, que gestionada adecuadamente puede permitir tomar decisiones óptimas desde el punto de vista financiero fiscal[2].

En cuanto a al determinación del vehículo donde instrumentar nuestras inversiones, tenemos que analizar detenidamente cuáles son los productos que permiten una mayor flexibilidad y mejores ventajas fiscales y, además, dentro de la propia categoría de productos, seleccionar aquellos que mejor acompañen nuestra perspectiva de mercado. En este sentido, los fondos de inversión se perfilan como los instrumentos de inversión más flexibles y con mayores ventajas fiscales para los particulares, especialmente si se exime de peaje fiscal el cambio de patrimonio entre fondos.

Por otro lado, y si hemos elegido un fondo para implementar nuestra estrategia de inversión, debemos analizar qué fondos acompañan mejor la previsible evolución de los mercados. En el **gráfico 6** de la página anterior, aparecen dos fondos que pertenecen a la misma categoría de inversión (FIM renta variable española), pero que presentan divergencias en su comportamiento ante la misma coyuntura de mercados. El fondo A se comporta mejor que el mercado en momentos alcistas de la bolsa, mientras que el fondo B presenta rentabilidades positivas especialmente en momentos bajistas del mercado. En el caso de que nuestra perspectiva sobre el mercado de renta variable fuera alcista, la elección más adecuada sería la compra del fondo A.

En conclusión, un enfoque integral de las finanzas familiares facilita a los gestores ofrecer respuestas consistentes y rigurosas a las unidades familiares incluso en momentos de inestabilidad en los mercados, referentes tanto a sus decisiones de inversión como de financiación. Además permite reducir incertidumbres y aumentar la capacidad de reacción de los individuos ante la aparición de eventos patrimoniales inesperados. □

(1) Behavioral Finance and its implications for Stock Price Volatility, Financial Analisis Journal, Vol 54.

(2) Active Management of Taxable Assets, Journal of Financial Engineering, Vol 5.