

Boletín Oficial



DE LA

AGRUPACIÓN TÉCNICA PROFESIONAL DE MEDIADORES FINANCIEROS TITULADOS DE ESPAÑA



MEDFIN

MEDIADORES FINANCIEROS

- Mediación en Finanzas, Préstamos, Valores.- EAFI -



SUMARIO

Actualidad Corporativa págs. 3-6

La Agrupación Técnica Profesional, INFORMA: "Desde los Gabinetes Profesionales":

El " Catastrazo " y el nuevo valor de referencia para los inmuebles.

Información de Actualidad págs. 7-13

Ley 4/2022 sobre la protección de los consumidores y usuarios ante situaciones de vulnerabilidad social y económica pags.7-11

La Reserva Federal deja atrás al BCE ante un shock inflacionario que parece similar . pag.12-13

Formación Continuada págs. 13-21

Intermediación Financiera no bancaria en España.

Cuestionario Formativo.- Formulación de preguntas referentes al Área de Formación Continuada..... pág.21

Consultorio Formativo págs. 22-23

Sección dedicada a responder desde un punto de vista formativo y práctico, cuestiones variadas de actualidad, surgidas dudas y consultas planteadas en el ejercicio de la actividad de nuestros profesionales.

Respuestas correctoras correspondientes al Área de Formación Continuada. pág.23

La Agrupación Técnica Profesional de Mediadores Financieros Titulados de España ha adoptado las medidas y niveles de seguridad de protección del REGLAMENTO EUROPEO (UE) 2016/679. Los datos personales proporcionados por usted son objeto de tratamiento automatizado y se incorporan a un fichero titularidad de la Agrupación Técnica Profesional de Mediadores Financieros Titulados de España, que es asimismo la entidad responsable del mismo, inscrito en el Registro General de la Agencia Española de Protección de Datos. Usted podrá ejercitar los derechos de acceso, rectificación, cancelación y en su caso, oposición, enviando una solicitud por escrito, acompañada de la fotocopia de su D.N.I., dirigida a C. Gascó Oliag, nº10-1º-1ª, C.P. 46520 de Valencia. Para el caso de que quiera realizarnos alguna consulta o sugerencia lo puede realizar en la siguiente dirección de correo electrónico: medfin@atp-guiainmobiliaria.com

Ejemplar: Gratuito

Recepción: Periódica

Edición: MEDFIN

Imprime: Gráficas Alhorí

Ángeles Carrillo Baeza

D.L.: V-3256-2011

E-mail: medfin@atp-guiainmobiliaria.com



Boletín Oficial

DE LA

AGRUPACIÓN TÉCNICA PROFESIONAL

DE

MEDIADORES FINANCIEROS TITULADOS DE ESPAÑA

Redacción y Administración

C./ Covarrubias, nº 22-1º-Derecha

28010-MADRID

Telf. Corp: 91 457 29 29

Web: www.atp-medfin.com



ACTUALIDAD Corporativa



ATP AGRUPACIÓN TÉCNICA PROFESIONAL INFORMA

«Desde los **GABINETES PROFESIONALES**»

EL "CATASTRAZO" Y EL NUEVO VALOR DE REFERENCIA PARA LOS INMUEBLES



nuevo valor de referencia

Hacienda va a imponer su propio valor teórico en los impuestos por adquisición de inmuebles. El peligro es que el valor de referencia grave un valor ficticio y se traslade la carga de la prueba al ciudadano.

EL VALOR DE REFERENCIA Y EL IMPUESTO DE TRANSMISIONES EN 2022

En el pasado mes de julio se aprobó la Ley de medidas de prevención y lucha contra el fraude que, entre otras novedades, introdujo el nuevo valor de referencia que va a imponerse en 2022 como base imponible para los inmuebles a efectos del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y del Impuesto sobre Sucesiones, con implicaciones también en el Impuesto de Patrimonio (aunque no debería afectar a inmuebles de su propiedad adquiridos antes de 2022).

Ese valor de referencia lo calcula la Dirección General del Catastro, pero es diferente al valor catastral, que sigue vigente a efectos del IBI o la declaración por rentas imputadas en el IRPF, por ejemplo.

¿Supone el valor de referencia una subida de impuestos?

Lo veremos en las **compras de vivienda de segunda mano** y en las **herencias y donaciones de inmuebles a partir de 2022**.



En la medida en que suponga un **aumento de la base imponible de los impuestos de Transmisiones y de Sucesiones y Donaciones**, sí que **conllevará un mayor pago de impuestos**. Y no solo eso: también se ha **traspasado ahora al contribuyente la carga de probar el valor del bien adquirido**, que antes recaía sobre Hacienda cuando esta no estaba de acuerdo con el valor declarado por el adquirente.

Con la información publicada hasta ahora por el Catastro, hemos comparado los nuevos valores para tres viviendas en Madrid: el nuevo valor fiscal es mayor que los anteriores –que hasta ahora definía la Comunidad de Madrid– en dos de los casos (hasta un 58% superior en un caso, y el 24% en el otro), y un 4% inferior en el tercer caso.

Qué cambia con el valor de referencia

Básicamente, en las valoraciones a efectos de esos impuestos (ITP y ISD) se pretende **sustituir como base imponible el antiguo “valor real” por el nuevo “valor de referencia”**.

Antes era el contribuyente quien declaraba el valor del bien adquirido o heredado, conforme a reglas para hallar el valor de mercado. Por ejemplo, si comprabas una casa, declarabas el valor que habías pagado por ella. Eso era lo habitual, porque atrás quedó aquella época en que era muy frecuente escriturar por una parte y pagar otra parte del precio en “B”. No decimos que ya no ocurra pero es algo residual respecto a lo que pasaba hace 20 años. Más adelante, Hacienda podía revisar ese valor declarado (hacer una comprobación de valores) si entendía que el valor declarado estaba por debajo del que la propia Hacienda autonómica tenía en sus cálculos.

Ocurría a menudo que los valores que usaba la Hacienda autonómica para sus comprobaciones eran valores puramente teóricos, sacados de tablas y coeficientes. Los tribunales fueron anulando comprobaciones de valores de las haciendas autonómicas y definieron que para aproximarse al “valor real” del inmueble había que tener en

cuenta sus características reales, lo que en la práctica suponía tener que efectuar una visita al inmueble para valorar su estado, etc. Hay toda una jurisprudencia sobre la validez o invalidez de los sistemas de valoración usados por las CCAA a estos efectos.

Ahora se ha querido eliminar el problema de raíz. Se ha **eliminado** de la Ley del Impuesto la referencia al “valor real” como base impositiva. Ahora se **sustituye por el “valor de referencia”**. Este valor de referencia es nuevo, lo **determina el Catastro**. Pretende **acercarse al valor de mercado** y para ello se elabora **con base en las ventas realizadas ante notario**. El Catastro ya ha publicado un informe sobre el mercado inmobiliario que va a servir de base para ese valor de referencia. Queda por ver cómo quedan concretamente los nuevos valores de referencia para cada inmueble. Teóricamente tienen que ser como mucho un **90% respecto de los precios de mercado**. Pero eso habrá que verlo.

Los tipos aplicables siguen siendo competencia de las comunidades autónomas, por ahora.

Aplicar un valor teórico distinto del real

A partir de 2022, Hacienda va a tomar ese nuevo **valor de referencia para aplicarlo al ITP y a Sucesiones**.

El riesgo de nuevo es que ese valor (que no deja de ser un cálculo teórico) pueda ser en muchos casos incluso superior al valor real de mercado que haya pagado el comprador. Esto lo vamos a comprobar en unos meses o semanas, cuando comparemos ejemplos para inmuebles concretos del valor de mercado (el precio a que se están vendiendo ese tipo concreto de casas en el estado en que se encuentre) y del “**valor de referencia**” que resulte **según el Catastro**.



Es probable que haya casos en que ese **valor de referencia sea mayor al valor real de mercado**, porque no se habrá tenido en cuenta la situación real de ese concreto inmueble, o las circunstancias legítimas que llevan a dos partes a negociar un determinado precio de venta.

En todo caso, aunque se haya eliminado en la Ley del Impuesto la referencia al “valor real” a efectos de calcular la base imponible, lo cierto es que los impuestos siguen teniendo que responder al **principio constitucional de capacidad contributiva**. Y que no

pueden basarse en valores teóricos o ficticios. De modo que si comprobamos que esos “valores de referencia” son más altos que los valores de mercado a los que realmente se transmiten los bienes, habrá que denunciarlo.

En teoría, si alguien declaraba antes el valor real de la compra del piso, no tendría por qué temer ahora, ya que el “valor de referencia” se supone que va a ser como mucho el 90% de ese valor de mercado. Pero esto es algo que hay que comprobar en los próximos meses.

Cambia la carga de la prueba en perjuicio del contribuyente

Hasta ahora, antes de comprar un inmueble se aconsejaba consultar el **valor fiscal** del bien, para adelantarnos a posibles problemas con Hacienda. Hay miles de compradores de pisos a bancos que compraron con descuento, que vieron cómo Hacienda les reclamaba por haber declarado un valor supuestamente inferior al valor real.



El procedimiento era el siguiente: el comprador del piso presentaba la declaración de ITP por el precio de compra “ Hacienda comprobaba el valor y si lo estimaba bajo le dirigía una liquidación provisional” el contribuyente debía presentar sus alegaciones y recursos para justificar el valor declarado.

A partir de 2022, el orden cambia. El **valor a declarar** deberá ser el “**valor de referencia**” . Si el adquirente estima que ese valor es más alto del real de adquisición, deberá iniciar él el procedimiento para impugnar ese valor de referencia.

Se traslada al contribuyente la carga de tener que probar que el valor de referencia no es correcto.

VALOR DE REFERENCIA

Enlace directo: <https://www1.sedecatastro.gob.es/>



DE ACTUALIDAD

Ley 4/2022 sobre la protección de los consumidores y usuarios ante situaciones de vulnerabilidad social y económica



Esta ley reitera la mayor parte del Real Decreto Ley 1/2021, para proteger a los consumidores y usuarios ante situaciones de vulnerabilidad social y económica y anuncia importantes medidas para la protección de estos clientes en el sector financiero.

El día 1-3-2022 se publicó en el BOE la **Ley 4/2022, (1)** sobre la protección de los consumidores y usuarios frente a situaciones de vulnerabilidad social y económica.

Esta ley **modifica la ley general** para la defensa de los consumidores y usuarios. **(2)**

Por una parte, la Ley 4/2021 viene a reproducir el grueso del Real Decreto Ley 1/2021, **(3)** que ya trataba específicamente este asunto, que también modificaba, entre otras, la citada ley general.

Este real decreto ley lo convalidó en 2021 el Congreso de los Diputados el 4-2-2021 y se tramitó después una ley con alguna enmienda de adición. Salvo los asuntos indicados a continuación y otros menores, la ley no recoge cambios relevantes respecto al real decreto ley.

Por otra parte, la ley incorpora algunas **previsiones importantes para el sector financiero** en sus disposiciones adicionales y finales a las que también hacemos referencia.

Modificaciones de la ley general para la defensa de los consumidores y usuarios

Concepto de consumidor vulnerable

La ley mantiene el concepto de consumidor vulnerable que definía el real decreto ley. Así, el artículo 3.2 recoge:



Tienen la consideración de **personas consumidoras vulnerables** respecto de relaciones concretas de consumo, aquellas personas físicas que, de forma individual o colectiva, por sus características, necesidades o circunstancias personales, económicas, educativas o sociales, se encuentran, aunque sea territorial, sectorial o temporalmente, en una especial situación de subordinación, indefensión o desprotección que les impide el ejercicio de sus derechos como personas consumidoras en condiciones de igualdad.

Es interesante la reflexión incluida en la exposición de motivos sobre las circunstancias personales o sociales que influyen en la vulnerabilidad. Entre las primeras, aumenta la probabilidad de esa condición el hecho de ser mujer, aún hoy se considera una causa que incrementa la posibilidad de ser vulnerable, persona mayor, discapacitado, niño o adolescente..

Posibilidad de desarrollos normativos adicionales

La ley deja abierta la posibilidad de desarrollos normativos adicionales para el sector financiero y anuncia desarrollos específicos y acciones de los poderes públicos.

En este sentido, el artículo 19.5 de la actual ley de defensa de consumidores y usuarios recoge que las **prácticas comerciales aplicadas a los servicios financieros y de bienes inmuebles**, y en los ámbitos de las telecomunicaciones o energético, podrán regularse en normas legales o reglamentarias para mayor protección del consumidor.

Esto va en la línea de considerar los servicios financieros dentro de los servicios esenciales, como ya se vio en normas relacionadas con de la pandemia de la COVID-19 y en otras como el anteproyecto de ley sobre los servicios de atención a las personas que actúan en calidad de clientela.

Así, la **Ley 4/2022** anuncia **nuevos desarrollos legislativos** para el ámbito financiero e incorpora también medidas no legislativas en sus disposiciones adicionales segunda y tercera:

Un **plan de medidas para favorecer la inclusión financiera de las personas más vulnerables y especialmente de las personas de mayor edad**. Destacamos dos:

Antes del 2-6-2022, modificaciones legislativas para asegurar la atención personalizada en los servicios de pagos a los consumidores y usuarios en situación de vulnerabilidad que lo demanden, sin discriminación motivada por la «brecha digital» (disposición adicional segunda).

En **coordinación con el Banco de España y representantes de las entidades de crédito**, un plan de medidas para favorecer la inclusión de las personas más vulnerables, especialmente las de mayor edad, que incluya, como recoge la disposición adicional tercera: que el cierre de las oficinas bancarias no implique la desinstalación de sus cajeros automáticos externos; el incremento del personal de apoyo para ayudar a las personas con menores capacidades digitales; la instalación de indicaciones de prioridad en el uso de los cajeros automáticos por personas vulnerables; la promoción de cajeros para uso exclusivo de personas vulnerables; el uso de técnicas de acceso a la banca sencillas, comprensibles, inclusivas y seguras; la máxima seguridad, para proteger a los usuarios bancarios de robos, engaños y estafas online; medidas para asegurar la atención presencial a las personas de mayor edad y a las que el uso de la tecnología para acceder a los servicios financieros constituya un motivo de exclusión financiera; medidas para acercar los servicios financieros a todas las personas, especialmente en el medio rural, y hacerlos más accesibles a las mayores y discapacitadas.



Además, el Gobierno continuará impulsando, en Correos, iniciativas contra la exclusión financiera de los consumidores vulnerables, como la instalación de cajeros en sus oficinas en poblaciones pequeñas que no los tengan o los acuerdos de colaboración con entidades bancarias para ingreso y retirada de efectivo.

Principios y derechos de los consumidores vulnerables

El **artículo 8 de la Ley 4/2002** mantienen los principios y derechos de los consumidores vulnerables que recogía el Real Decreto Ley 1/2021, pero **refuerza**:

* la necesidad de que la información sobre los bienes o servicios sea correcta y se ofrezca en formatos accesibles, y

*la educación y divulgación para facilitar el conocimiento sobre su uso, consumo o disfrute, y la toma de decisiones más adecuada para sus intereses.

Por otro lado, los **poderes públicos deberán garantizar los derechos de las personas vulnerables** atendiendo a la situación concreta de vulnerabilidad en la que se encuentren y tratarán de evitar, en cualquier caso, trámites que puedan dificultar el ejercicio de esos derechos.

En concreto, el **artículo 19** incluía un apartado referido a las **políticas públicas que inciden en el ámbito del consumo y las prácticas comerciales orientadas a consumidores vulnerables**. Estas políticas deben identificar, cuando sea posible, las circunstancias que generan la situación de vulnerabilidad y paliar sus efectos, en particular en relación con:

las comunicaciones comerciales,
la información precontractual facilitada,
la atención poscontractual, o
el acceso a bienes o servicios básicos.

Disposiciones sobre información precontractual

El **artículo 20** modifica la **información necesaria en la oferta comercial de bienes y servicios**, para precisar que, sin perjuicio de la normativa sectorial aplicable, deberá facilitarse a los consumidores o usuarios, sobre todo si son vulnerables, en términos claros, comprensibles, veraces y en un formato fácilmente accesible, de forma que la puedan comprender y tomar así las mejores decisiones para sus intereses.

Asimismo, se modifica lo relativo a cooperación en el control de calidad, para dotar al texto de coherencia semántica y gramatical en relación con la nueva figura de persona consumidora vulnerable.

Por último, se modifica el apartado 1 del **artículo 60**, sobre **información previa al contrato**, para prever expresamente la información a las personas consumidoras vulnerables, de manera que el empresario tenga que proporcionar, de forma clara y comprensible, la información relevante, veraz y suficiente sobre las características principales del contrato, en particular sus condiciones jurídicas y económicas. También alude a los términos y formatos de esa información para facilitar la comprensión y la mejor decisión del interesado.



Tamaño de la letra en los contratos de adhesión

En los contratos con consumidores y usuarios que utilicen cláusulas no negociadas individualmente, el clausulado deberá ser accesible y legible, de forma que el consumidor o usuario pueda conocerlo antes de firmar el contrato. Se indica que «en ningún caso se entenderá cumplido este requisito si el tamaño de la letra del contrato fuese inferior a los 2,5 milímetros, el espacio entre líneas fuese inferior a los 1,15 milímetros o el insuficiente contraste con el fondo hiciese dificultosa la lectura».

Esta modificación entrará en vigor a los 3 meses desde la publicación de la ley, es decir, el 1-6- 2022.

Requisitos formales de los contratos suscritos fuera del establecimiento

Se modifican también los requisitos formales de los contratos suscritos fuera del establecimiento para incorporar la necesidad de que estén en el idioma de una de las lenguas oficiales, si así se solicita.

Antes solo se hacía referencia a que se facilitaría la información prevista en el artículo 97.1 en papel y en castellano y ahora se incorpora una mención a otras lenguas oficiales si así lo pide el cliente.

Entrada en vigor

La ley entra en vigor el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, es decir, el 2-3-2022, a excepción de la disposición comentada sobre el tamaño de letra de los contratos de adhesión que lo hará, como se ha dicho, el 1-6-2022.

(1) Ley 4/2022, de 25 de febrero, de protección de los consumidores y usuarios frente a situaciones de vulnerabilidad social y económica.

(2) Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.

(3) Real Decreto-ley 1/2021, de 19 de enero, de protección de los consumidores y usuarios frente a situaciones de vulnerabilidad social y económica.

Ley 4/2022, de 25 de febrero, de protección de los consumidores y usuarios frente a situaciones de vulnerabilidad social y económica.

Enlace Directo: <https://www.boe.es/boe/dias/2022/03/01/pdfs/BOE-A-2022-3198.pdf>

La Reserva Federal deja atrás al BCE ante un shock inflacionario que parece similar

La inflación que sufre Europa está provocada por un shock de oferta.

En EEUU, por el contrario, la demanda ha sido el principal desencadenante.

La clave está en los datos de consumo y en la producción de vehículos.



Los banqueros centrales EEUU y Europa se enfrentan a un grave problema de inflación, pero con raíces diferentes que podrían llevar a la Reserva Federal de EEUU a aumentar los tipos de interés más rápido y con más intensidad que el Banco Central Europeo, pese a que los datos de inflación reflejan situaciones, a priori, similares.

Todo puede cambiar ante la actual situación de guerra en Ucrania que está golpeando los mercados y la economía global de manera imprevista, todo hace indicar que la Fed comenzará a subir los tipos de interés de forma inminente, mientras que el BCE podría retrasar su primer movimiento al alza de los tipos de interés en años.

Antes de la invasión rusa de Ucrania, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo había indicado que probablemente establecerían un cronograma para finalizar sus compras de bonos, abriendo el camino para su primer aumento de tipos desde julio de 2011. Desde que comenzó la invasión, no está claro si este plan sigue en pie o esperarán a que haya una mayor claridad sobre el curso del conflicto.

Aunque el BCE comenzase a eliminar sus medidas de estímulo nunca lo haría al mismo ritmo que la Reserva Federal porque la inflación europea se debe en gran medida a las interrupciones en el suministro, particularmente en energía. Por el contrario, la inflación de EEUU, aunque también refleja problemas de oferta, parece que está principalmente impulsada por una fuerte demanda de bienes y servicios.

"La demanda juega un papel mucho más importante en Estados Unidos", asegura el Fondo Monetario Internacional. La mayor parte de la inflación en Europa "está impulsada por el lado energético contra el que la política monetaria no puede hacer nada de todos modos", asegura.

La invasión rusa de Ucrania incrementa esta disparidad entre las clases de inflación que sufren Estados Unidos y Europa. Es probable que el choque

genere una mayor inflación en ambas economías al intensificar los problemas de suministro, pero probablemente reducirá la demanda en Europa mucho más que en EEUU.

Los economistas están de acuerdo en que una gran parte del aumento de la inflación en 2021 fue una tendencia global provocada por el gasto en bienes, combinado con una escasez generalizada de suministros y cuellos de botella, a medida que las empresas reanudaron actividades que habían quedado paralizadas durante 2020 cuando estalló la pandemia.

Pero gran parte de ese repunte de la demanda el año pasado provino solo de EEUU y relativamente poco de las grandes economías europeas. El gasto de los consumidores estadounidenses en bienes fue más de un 12% superior respecto a su nivel previo a la pandemia ajustado por inflación, según estimó el Fondo Monetario Internacional en un documento reciente. Por el contrario, el consumo de bienes en Alemania disminuyó, mientras que en Francia fue prácticamente igual y en Italia solo ligeramente superior.

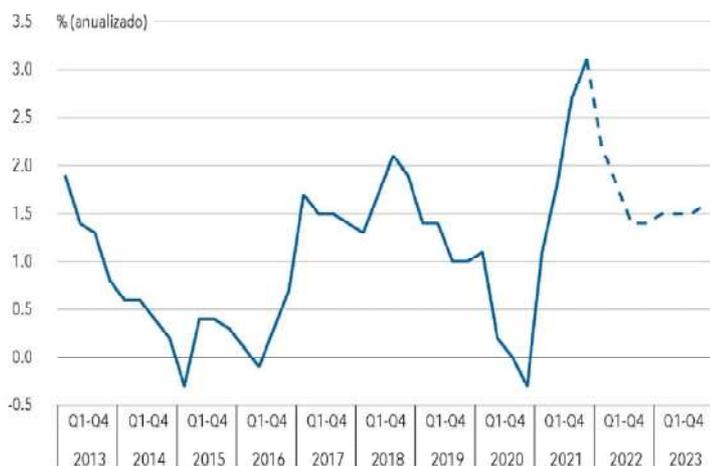
Parte de esa fortaleza relativa en el gasto de los consumidores de EEUU es el resultado del mayor tamaño de las medidas gubernamentales para apoyar la economía durante la pandemia. El FMI estima que los aumentos en el gasto del gobierno de EEUU y los ingresos fiscales no percibidos hasta junio de 2021 totalizaron 5,3 billones de dólares, o aproximadamente una cuarta parte de la producción económica anual. En Alemania, las medidas equivalentes ascendieron al 13,6% de la producción anual, y las respuestas fueron menores en Francia, Italia y España.

Además, según estimaciones del FMI, la producción de automóviles en EEUU ha caído mucho menos que en Europa, pese a que las fábricas en ambos lugares han tenido los mismos problemas con la escasez de componentes como los microchips. En EEUU la producción 2021 disminuyó un 13% con respecto al nivel anterior a la pandemia de septiembre de 2019. Por el contrario, la producción alemana se redujo en un

tercio.

Todo lo anterior lleva a que la Fed sí tenga cierta responsabilidad y capacidad de reducir la inflación, sobre todo la que está relacionada con esa demanda exuberante. Por el contrario, en la zona euro una subida de tipos podría tener un impacto negativo sobre una demanda que todavía no se ha recuperado, mientras que el efecto en la inflación sería mínimo.

La inflación de la eurozona ha aumentado recientemente hasta superar su media a medio plazo del 2%¹



FORMACIÓN CONTINUADA DEL

= MEDFIN =

= MEDIADOR FINANCIERO =

INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA EN ESPAÑA

Intermediación Financiera no Bancaria en España ...//... El desarrollo de este apartado continúa de la edición anterior del Boletín Oficial de MEDFIN correspondiente a Noviembre/Diciembre 2021.

Intermediación financiera no bancaria

En relación con los riesgos asociados a los fondos de inversión españoles, se puede observar en el cuadro 7 que estos no son demasiado elevados, a excepción del riesgo de crédito, ya que, por la propia naturaleza de estos fondos, muestran un porcentaje notable de activos crediticios en sus carteras. Como cabría esperar, los fondos monetarios eran los que poseían una proporción más elevada, con prácticamente el 100 % de su patrimonio invertido en activos crediticios a finales de 2019, seguidos por los fondos de renta fija, cuyo porcentaje se situaba en un 95 %. En los fondos mixtos, por su parte, esta proporción era al cierre del ejercicio anterior del 46 % (nivel de riesgo moderado), una cifra que ha ido disminuyendo de forma sistemática en los últimos años, habiéndose situado en 2009 y 2010 cerca del 80 % (véase panel izquierdo del gráfico 13). Este descenso se ha producido como consecuencia de un aumento paulatino del peso de los activos de renta variable en la cartera global de estos fondos, ya que aquellos que por su política de inversión tienen mayor porcentaje de renta fija (esencialmente los fondos de renta fija mixta) han registrado una contracción patrimonial paulatina, mientras que se ha producido una expansión de aquellos fondos cuya política de inversión tiene una mayor proporción de activos de renta variable (renta variable mixta) o menos restricciones en sus inversiones (sobre todo fondos globales).

Atendiendo a los datos individuales, se puede observar en el panel derecho del gráfico 13 que los 2 fondos monetarios que existían en nuestro país a finales de 2019 tenían un porcentaje de activos crediticios superior al 80 %, mientras que en el caso de los fondos de renta fija se superaba este umbral en más del 95 % de los casos (en términos patrimoniales 21). En cambio, en los fondos mixtos, este umbral solamente lo superaban fondos que acumulaban un 17 % del total del patrimonio, mientras que más de un 50 % estaba en un nivel de riesgo bajo (inferior al 40 %).

Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV.

En cuanto al riesgo de transformación de vencimientos, es decir, la capacidad o no de la entidad de satisfacer sus obligaciones a corto plazo, en el caso de los fondos de inversión se ha utilizado la ratio entre los activos a largo plazo y el patrimonio gestionado por el fondo en lugar de la relación entre el pasivo y activo a corto plazo, como en el resto de entidades. Esta diferencia en el cálculo de la ratio radica en el hecho de que en los fondos de inversión los partícipes pueden reembolsar sus participaciones con una frecuencia elevada, por lo que el pasivo a corto plazo no es representativo de todas las posibles obligaciones del fondo.

Utilizando este cálculo, tan solo los fondos de renta fija tienen un nivel de riesgo moderado (véase panel izquierdo del gráfico 14), con una proporción de activos a largo plazo del 47 %. En el resto de vocaciones el riesgo es bajo, aunque en el caso de los fondos mixtos, hasta 2016 este indicador se situaba por encima del 30 % (nivel moderado), con cifras similares a las de los fondos de renta fija. En los últimos 3 años, en cambio, ha ido descendiendo hasta situarse en el 26 % al cierre de 2019.

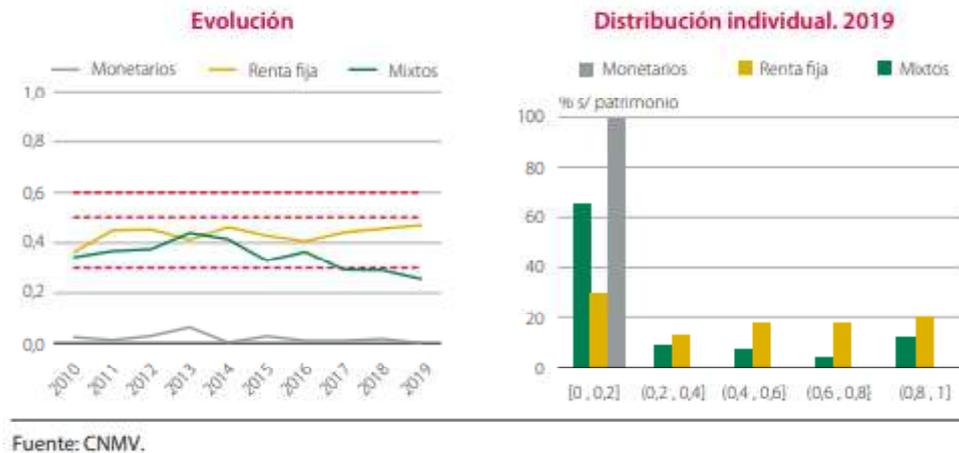
En los fondos monetarios, con importantes restricciones a la inversión a largo plazo (22), el riesgo de transformación de vencimientos es prácticamente nulo. En relación con la distribución individual de la ratio entre fondos, como se observa en el panel derecho del gráfico 14, en los dos fondos monetarios registrados a finales de 2019 el porcentaje de activos a largo plazo estaba por debajo del 20 %. Respecto de los fondos de renta fija y mixtos, aunque en términos globales no parece detectarse un nivel elevado en el riesgo de transformación de vencimientos, el análisis individualizado indica que una parte importante de fondos tiene una alta proporción de activos a largo plazo en su cartera. En particular, un 38 % y un 17 % del patrimonio de estas dos tipologías de fondos, respectivamente, mostraba un porcentaje de activos a largo plazo superior al 60 % del patrimonio total en 2019.

(21) Cabe destacar que un 3 % del patrimonio de los fondos de renta fija tiene una proporción de activos crediticios inferior al 40 % por invertir prácticamente la totalidad de su patrimonio en otras IIC, que, a pesar de ser en la mayoría de casos otros fondos de renta fija, se consideran a efectos analíticos como una inversión en renta variable.

(22) En los fondos monetarios la duración media de la cartera debe ser inferior o igual a 60 días y el vencimiento medio no puede superar los 120 días.

Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 14



El análisis del riesgo de liquidez es complejo, puesto que no existe una definición única e inequívoca de activo líquido. Como concepto general, la liquidez de un activo se asocia con la posibilidad de comprarlo o venderlo en un tiempo reducido sin incurrir en pérdidas elevadas. Por tanto, este concepto está relacionado con la propia naturaleza del activo y también con la coyuntura de los mercados financieros, dado que en momentos turbulentos la liquidez de los activos suele disminuir con rapidez.

Los activos que se suelen considerar más líquidos por su naturaleza son el efectivo y los depósitos, seguidos por los repos y, en general, los activos de deuda pública. A continuación se situarían la renta variable y, por último, los activos de renta fija privada. Pero, incluso dentro de cada tipo de activo, las condiciones de liquidez pueden variar dependiendo, por ejemplo, del riesgo de crédito del emisor del instrumento. Teniendo en cuenta todas estas consideraciones, la CNMV evalúa diferentes métricas de liquidez en el ámbito de los fondos de inversión. Estas métricas, todas ellas complementarias, tienen en cuenta el tipo de activo, la calificación crediticia del emisor y las condiciones del mercado. En este ámbito de análisis del riesgo de liquidez también se presentan en el recuadro 1 los resultados de los test de estrés que realiza la CNMV con carácter periódico y que evalúan el grado de resistencia de las IIC españolas ante diferentes escenarios adversos de reembolsos.

La evaluación del riesgo de liquidez es particularmente importante en el ámbito de los fondos de inversión, debido a que la mayoría de estas instituciones permite reembolsos con carácter diario, una característica que puede ser una fuente de vulnerabilidad para ellas ante un incremento significativo e inesperado del volumen de los reembolsos como el que se vivió en marzo de 2020. Una parte importante de la tarea de supervisión de la CNMV consiste en asegurar que estas instituciones gestionan este riesgo de manera adecuada y que, en particular, tienen suficientes activos líquidos para afrontar una situación de este tipo. La gestión del riesgo de liquidez no solo incluye la evaluación de la liquidez de la cartera de los fondos, que se detalla a continuación, sino también el uso apropiado de las herramientas de gestión de la liquidez que existen en la legislación y que se describen en el segundo recuadro de este informe.

Habitualmente se utilizan tres métricas para medir la liquidez de las carteras de los fondos de inversión. La primera métrica evalúa la proporción de activos de menor liquidez definiendo como activos líquidos: los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable. La proporción de activos menos líquidos basada en esta medida ha mostrado una tendencia al alza desde 2013 para todas las vocaciones contempladas, si bien se han identificado ejercicios marcados por una mayor estabilidad. El aumento de la proporción de activos menos líquidos durante los años previos ha podido deberse al incremento de la inversión tanto en activos de deuda corporativa como en otras IIC de IIC. Dado que estas últimas pueden invertir en activos líquidos, las proporciones presentadas en el gráfico deben ser interpretadas como un nivel de referencia máximo de activos menos líquidos.

La segunda métrica incorpora las calificaciones crediticias de los diferentes tipos de activos, de manera que, en función de esta calificación y del tipo de activo, se realiza un supuesto sobre la proporción de la cartera que puede considerarse formada por activos líquidos de alta calidad (HQLA). Esta métrica es ampliamente utilizada en numerosos estudios de referencia y, en nuestro caso, también se emplea en los test de estrés comentados. Pues bien, la distribución de esta proporción de activos para el año 2019 se expone en el panel derecho del gráfico 15(23). En este panel se observa que una parte importante del patrimonio de los fondos muestra una proporción de activos líquidos alta. En particular el 49,6 % del patrimonio de los fondos mixtos y el 64,1 % del patrimonio de los fondos de renta fija tiene una proporción de activos líquidos superior al 40 % de la cartera total. Sin embargo, cabe señalar el empeoramiento de este indicador en los fondos mixtos, que es coherente también con el comportamiento de la primera métrica de liquidez para estos fondos, comentado anteriormente.

(23) El número de fondos incluidos en este análisis es inferior al total de fondos pertenecientes a la EF1, ya que se han excluido los fondos cuya inversión en otras IIC es superior al 60 %. Para estos fondos se considera que no se puede realizar una evaluación apropiada de las condiciones de liquidez de una parte suficientemente relevante de su patrimonio.

Riesgo de liquidez en las distintas tipologías de fondos de inversión GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

1 Se mide como la proporción de activos menos líquidos sobre el patrimonio total, considerando activo líquido los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable.

2 Se consideran activos líquidos de alta calidad (HQLA), el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulaciones, dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 y el 100 %, el de la renta fija privada entre el 0 y el 85 % y el de las titulaciones entre el 0 y el 65 %.

La última de las métricas consideradas se realiza únicamente sobre los activos de la cartera de renta fija privada, pues se considera que estos pueden experimentar deterioros más intensos de la liquidez en periodos de incertidumbre en los mercados.

Para el análisis se tiene en cuenta su vencimiento (se consideran líquidos si su duración es inferior a 1 año) y la disponibilidad de un número representativo de intermediarios dispuestos a su compra y venta con un diferencial normal de mercado. La proporción de activos menos líquidos evaluada de esta manera, que llegó a representar el 30 % de la cartera de renta fija privada de los fondos en 2009, se ha reducido progresivamente durante los años posteriores hasta alcanzar mínimos inferiores al 7 % de dicha cartera en el primer semestre de 2019. Con posterioridad se identifica un leve aumento de esta proporción, que se situó en el 8,7 % en diciembre de 2019 (el 1,6 % del patrimonio de los fondos de inversión).

Los resultados de los diferentes indicadores disponibles para evaluar las condiciones de liquidez de los fondos de inversión, junto con los resultados de los test de estrés, sugieren que la proporción de activos menos líquidos aumentó en 2019, especialmente en algunas categorías como en los fondos de inversión mixtos, pero se concluye que el nivel de activos más líquidos continúa siendo suficientemente elevado como para atender un aumento significativo de los reembolsos. El reciente periodo de turbulencias de marzo de 2020, que constituye precisamente un ejercicio real de este tipo, sirvió para comprobar el grado de resistencia de los fondos de inversión, pues el aumento de las peticiones de reembolsos se atendió sin incidencia reseñable y solo se iniciaron suspensiones parciales de los reembolsos en cinco instituciones.

Finalmente, en relación con el apalancamiento de las IIC, en la legislación española se establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) únicamente pueden endeudarse de forma transitoria y por algún motivo específico (24), y nunca superar el 10 % de su patrimonio. En España, ninguna categoría superaba el 2 % en 2019 ni lo había hecho, al menos, desde 2009 (25). Adicionalmente, a nivel individual, ningún fondo superaba al cierre del año pasado el 10 %.

Sin embargo, las IIC pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una parcela de análisis que está en desarrollo y en la que se van a emplear los indicadores propuestos recientemente por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) para hacer un seguimiento del apalancamiento de estas instituciones a escala internacional²⁶. La información disponible en la CNMV sobre el uso de derivados por parte de las IIC españolas no apunta a la

existencia de vulnerabilidades relevantes en ninguno de los posibles riesgos que puede generar esta operativa (de contraparte, de mercado y de contagio). De esta forma, se calcula que al cierre de 2019 la exposición al riesgo de mercado evaluado para las IIC pertenecientes a la IFNB que están sujetas a la normativa UCITS en relación con los límites de apalancamiento (27) y que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso (28) (96 % del total en términos patrimoniales (29)) suponía el 28,3 % de su patrimonio (30), un porcentaje que se encuentra muy por debajo del máximo permitido por la legislación vigente (100 % del patrimonio³¹). Si se analizan de forma individualizada los fondos de inversión mixtos y los de renta fija, se puede observar que la exposición al riesgo de mercado era inferior al 40 % en más del 90 % de los fondos de renta fija y del 50 % de los fondos mixtos (en términos patrimoniales), mientras que únicamente un 1,2 % y un 6,3 % del patrimonio de estos registraban unos valores relativamente elevados de exposición a este riesgo, de entre el 80 % y el 100 % del patrimonio (véase el panel derecho del gráfico 16).

24 Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

25 Para evaluar el nivel de apalancamiento de los fondos de inversión se ha calculado la ratio entre el pasivo de estos vehículos y su patrimonio.

26 IOSCO (2019). Final Report on Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds. Diciembre.

27 Se incluyen tanto las IIC que cumplen con la normativa UCITS en su totalidad como aquellas que no la cumplen completamente (IIC acogidas a alguna de las excepciones del artículo 72 del Real Decreto 1082/2012), aunque sí lo hacen en relación con la operativa de derivados.

28 El método europeo del compromiso, cuyas especificidades técnicas se recogen en las guías de ESMA—ESMA Guidelines on risk measurement and the calculation of global exposure and counterparty risk for UCITS (CESR/10-788)—permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente. La metodología se basa en considerar el valor de mercado del activo subyacente (o su valor notional si es más conservador) ajustándolo por la delta en el caso de las opciones e incorporando unas reglas para compensar las posiciones largas con posiciones cortas del mismo subyacente (netting), así como entre diferentes subyacentes (hedging).

29 No se incluyen en este caso las IIC de inversión libre, que se analizan posteriormente.

30 Cabe mencionar que el nivel de apalancamiento está sobreestimado en algunas de las IIC que invierten parte de su patrimonio en otras IIC. Esto se debe a que el cálculo del riesgo de mercado generado por la operativa en derivados que surge como consecuencia de esta inversión lo establecen, por una cuestión de simplificación de cálculos, como el 100 % de la inversión en otras IIC.

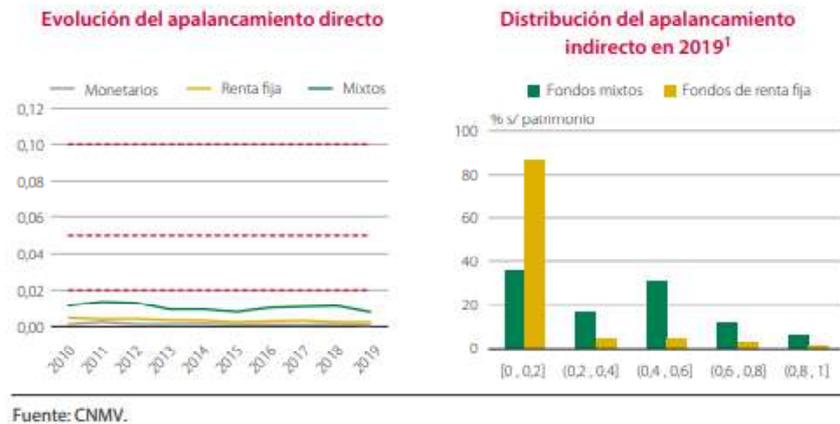
31 La legislación también impone exigencias adicionales a la operativa con derivados no negociados en mercados organizados: entre otras, limita el riesgo asumido con una única contrapartida al 10 % de su patrimonio.

Del resto de IIC que forman parte de la IFNB (4 % del total del patrimonio), alrededor de un 1 % del patrimonio se corresponde con IIC que declaran no realizar ningún tipo de operativa con derivados; un 1,4 % con IIC sujetas también a la normativa UCITS en los límites de apalancamiento, cuya exposición al riesgo de mercado se calcula de acuerdo con la metodología de VaR, y, finalmente, un 1,5 % con IIC sujetas, en términos generales, a la normativa UCITS pero con la posibilidad de acogerse a una mayor flexibilidad en ciertos aspectos de la operativa a través de instrumentos derivados, pudiendo superar el límite del 100 % de exposición al riesgo de mercado.

En el caso de estas últimas, denominadas cuasi-UCITS, el nivel de exposición se situaba alrededor del 90 %.

Apalancamiento en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 16



1 Fondos de inversión, tanto UCITS como cuasi-UCITS, que utilizan el método del compromiso y que pertenecen a la IFNB (excepto para los fondos monetarios).

Finalmente, por lo que respecta a las IIC de inversión libre (IICIL, incluidas en la categoría de IIC alternativas y, por tanto, con una regulación más flexible) la evidencia empírica también indica que el nivel de apalancamiento es, en general, moderado y tan solo algunos fondos aislados realizan un uso más intensivo de este. En el caso de las IIC de inversión libre puras, 4 instituciones superaban en diciembre de 2019 el 100 % de apalancamiento bruto, con una cifra máxima del 170 %. Por lo que se refiere a las IIC/IICIL —es decir, los fondos y las sociedades que invierten en otras IICIL—, se debe tener en cuenta que el apalancamiento se asume en gran medida de forma indirecta a través de la inversión en IIC de inversión libre, siendo el apalancamiento directo bruto observado muy reducido. Solamente 2 instituciones (de un total de 7) comunican apalancamiento directo, una de ellas del 23 % y la segunda del 70 %.

El riesgo de contraparte —es decir, el riesgo de que las dificultades financieras de una entidad se transmitan a sus contrapartes o prestamistas, que se amplifica con un elevado uso del apalancamiento— no se ha materializado en los fondos de inversión españoles. Así, la exposición a este riesgo, que en el caso de estos vehículos se origina en las operaciones de derivados contratadas en mercados no organizados (OTC) a través de las operaciones pendientes de liquidar, se encuentra en niveles muy reducidos y alejados de los importes que podrían considerarse potencialmente sistémicos. Así, a finales de 2019 los saldos deudores conjuntos de las IIC UCITS y cuasi-UCITS por operaciones con derivados OTC representaban el 0,32 % del patrimonio total. En sentido contrario, las contrapartidas de las operaciones OTC realizadas por parte de los fondos de inversión estaban expuestas a un riesgo de contraparte equivalente al 0,15 % del patrimonio total de estos fondos. En el caso de las IIC de inversión libre (incluidas las IIC que invierten en IICIL) estas cifras eran del 0,86 % y el 0,58 %, respectivamente.

Intermediación Financiera no Bancaria en España ...//... El desarrollo de este apartado continuará en la próxima edición del Boletín Oficial de MEDFIN correspondiente a Febrero/Marzo 2022.

Cuestionario Formativo



A continuación facilitamos algunas preguntas básicas en referencia al «Área de Formación Continuada».

La contestación de las mismas le permitirá saber si ha fijado los conceptos básicos formativos en esta materia. Para la comprobación de las respuestas correctas puede consultar la página 23 de nuestro Boletín Oficial.

1.- La liquidez de un activo se asocia con:

- a) la posibilidad de comprarlo o venderlo en un tiempo reducido sin incurrir en pérdidas elevadas, está relacionado con la naturaleza del activo y con la coyuntura de los mercados financieros.
- b) la deuda pública y la renta variable, variando su condiciones dependiendo del crédito emisor.
- c) la calificación crediticia del emisor y las condiciones de mercado.

2.- La gestión del riesgo de liquidez incluye:

- a) el aumento de la proporción de activos menos líquidos durante los años previos debido al incremento de la inversión en activos de deuda corporativa.
- b) las calificaciones crediticias de los diferentes tipos de activos en función de la calificación y tipo de activo.
- c) la evaluación de la liquidez de la cartera de fondos y el uso apropiado de las herramientas de gestión de la liquidez que existen en la legislación.

3.- ¿ Cuáles son los activos más líquidos por su naturaleza?.

- a) el efectivo y los depósitos.
- b) el repos y los activos de deuda pública.
- c) los fondos de inversión y el activo líquido.

4.- Normalmente se utilizan tres métricas para medir la liquidez de las carteras de los fondos de inversión. La primera de ellas es la que evalúa:

- a) las calificaciones crediticias de los diferentes tipos de activos.
- b) la proporción de activos de menor liquidez .
- c) los activos de la cartera de renta fija privada.

Consultorio Formativo



Sección dedicada a responder desde un punto de vista formativo y práctico, cuestiones variadas de actualidad, surgidas por dudas y consultas planteadas en el ejercicio de la actividad de nuestros profesionales.

Pregunta

¿La inflación se normalizará durante el año 2022? ¿

Respuesta

La inflación debería comenzar a moderarse hacia mediados del año 2022. En primer lugar, habría una base de comparación más exigente. Tras seis meses consecutivos con registros inflacionarios sobre el 5% en Estados Unidos, la base para el cálculo de la inflación en 2022 se vuelve considerablemente más exigente, y los precios deberían acelerarse en mayor medida para volver a observar registros elevados. En segundo lugar, ya se habrían observado indicios de menor congestión en los puertos, lo cual debería contribuir a destrabar los cuellos de botella en las cadenas de suministros a nivel global, relajando así las presiones al alza en los precios de los bienes. Finalmente, de continuar con los procesos de vacunación y la reapertura económica, el gasto de los consumidores debería rotar desde bienes a servicios, moderando el exceso de demanda por los primeros y normalizando sus precios. En cuanto al impacto en política monetaria, una suavización en el alza de los precios debería disminuir las presiones sobre los bancos centrales para subir las tasas de forma apresurada. No obstante, todo indica

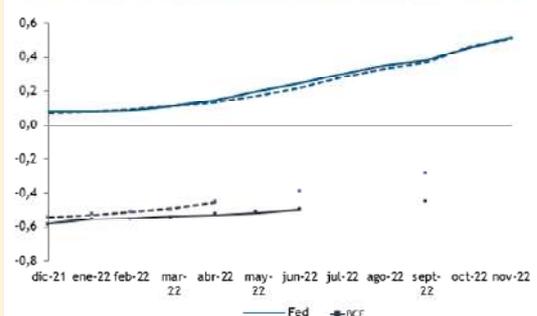


que el 2022 observaremos las primeras alzas de tasas en las principales economías. En el caso de Estados Unidos, las proyecciones entregadas por el Fed en septiembre de 2021 anticipan una primera alza en diciembre del año 2022, mientras que las expectativas de mercado internalizan posibles alzas en junio, una vez culminada la reducción en el programa de compra de activos.

GRÁFICO 1: DISRUPCIONES EN LAS CADENAS DE SUMINISTROS (EN ÍNDICE)



GRÁFICO 2: EXPECTATIVAS DE ALZA DE TASAS (EN PORCENTAJE; LÍNEA PUNTEADA MUESTRA UN MES ATRÁS)



Pregunta

¿Se recuperarán los mercados emergentes en el 2022? ¿Cómo afectaría la evolución del dólar a estos países?.

Respuesta

Los mercados emergentes empezaron en el ejercicio 2021 con bastante fuerza y recuperación económica, pero esto se vio estancado, en gran medida, por la desaceleración económica de China, la apreciación global del dólar, la inoculación insuficiente contra el Covid-19 y, por último, la incertidumbre política. Dicho eso, las estimaciones para 2022 anticipan un crecimiento positivo, pero con evidentes señales de moderación. Si bien sería esperable observar una recuperación económica impulsada por la relajación de medidas de cuarentena y avances en las campañas de vacunación, preocupan particularmente las señales de moderación de China y su impacto en la demanda de commodities, así como también el sesgo a la apreciación del dólar a escala global (que se podría acentuar si el Fed tuviera que actuar más rápido de lo esperado por el mercado). Este marco no favorecería particularmente a los mercados emergentes, pues debilitaría sus divisas y perjudicaría la entrada de flujos.

Pregunta

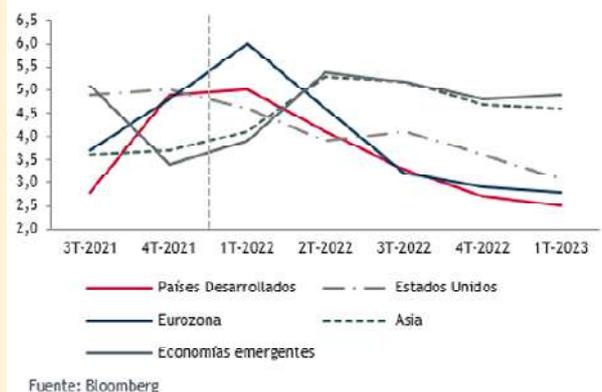
¿Se continuará observando crecimiento económico global durante el ejercicio 2022 o se comenzará a ver un estancamiento?

Respuesta

Es esperable que el desempeño económico global del ejercicio 2022 este caracterizado por dos mitades (ver gráfico 3). La primera mitad presentaría un fuerte crecimiento –

sobre la tendencia de largo plazo- a medida que se relajen las restricciones de movilidad, se desarrollen mayores avances médicos relacionados a la pandemia, se observa un auge en el consumo dado el nivel de ahorro de los hogares y, finalmente, haya una reconstrucción de los inventarios a medida que se suavicen las interrupciones a las cadenas de producción. En general, las estimaciones de los bancos de inversión indican un crecimiento del Producto Interno Bruto real de 4,5% anual aproximadamente para el 2022. Luego, pasando a la segunda mitad del año, el crecimiento económico se debería moderar en mayor medida, pero permanecería sobre tendencia. Esto se debería a que ya se habría diluido el impulso de la reapertura tras la pandemia, por lo que las economías globales debería tender a normalizarse, junto con la inflación y los precios de energía.

GRÁFICO 3: PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO GLOBAL (EN ÍNDICE)



Respuestas correctas al cuestionario del Área de Formación Continua

- 1.- a
- 2.- c
- 3.- a
- 4.- b



AGRUPACIÓN TÉCNICA PROFESIONAL

DE

MEDIADORES FINANCIEROS TITULADOS

DE ESPAÑA

Miembro Colectivo de la
AGRUPACIÓN TÉCNICA PROFESIONAL

C./ Covarrubias, nº 22-1º-Derecha.- 28010 MADRID.- Telf. Corp.: 91 457 29 29
E-mail: medfin@atp-guiainmobiliaria.com
Web: www.atp-medfin.com

