

**FORMACIÓ FINANCERA I
PRODUCTES D'ESTALVI A LLARG TERMINI**

Formació financera i productes d'estalvi a llarg termini

Eliseo Navarro Arribas

Resum

Arran de l'última crisi financera i econòmica viscuda al nostre país s'han alçat veus que indiquen que una de les causes que ha pogut agreujar els seus efectes ha estat la baixa formació financera de la població. Recents estudis ho confirmen i propugnen la incorporació de programes formatius per als més joves. No obstant això, probablement el sector de la població més afectat per la comercialització de productes financers inadequats ha estat la població de més edat. Per això, en aquest treball es planteja la qüestió inversa, és a dir, si no haurien de ser les pròpies entitats financeres les que haurien de procurar distribuir, sobretot entre els més grans, productes adequats al seu nivell de formació i aversió al risc. En aquest context, s'analitza en quina mesura alguns productes financers dissenyats per gestionar l'estalvi (especialment entre els més grans o de cara a la jubilació) aconseguen els objectius desitjables. Finalment, es llança una proposta perquè siguin els estalviadors mateixos els que puguin gestionar els seus recursos i, d'aquesta manera, evitar, al menys en part, alguns dels costos de gestió que comporten aquests productes i així fomentar la competència en el sector.

Resumen

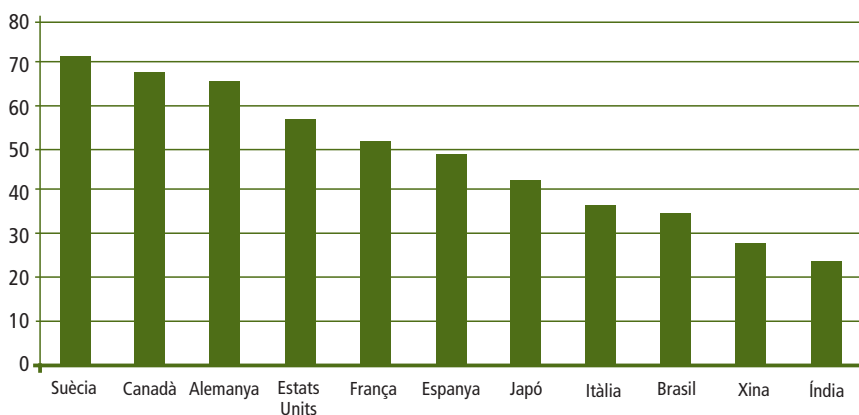
A raíz de la última crisis financiera y económica vivida en nuestro país se han alzado voces que indican que una de las causas que ha podido agravar sus efectos ha sido la baja formación financiera de la población. Recientes estudios apuntan en este sentido y propugnan la incorporación de programas formativos para los más jóvenes. Sin embargo, probablemente el sector de la población más afectado por la comercialización de productos financieros inadecuados ha sido la población de mayor edad. Por eso, en este trabajo se plantea la cuestión inversa, es decir, si no deberían ser las propias entidades financieras las que deberían procurar distribuir, sobre todo entre los mayores, productos adecuados a su nivel de formación y aversión al riesgo. En este contexto, se analiza en qué medida algunos productos financieros diseñados para gestionar el ahorro (especialmente entre los mayores o de cara a la jubilación) están alcanzando los objetivos deseables. Por último, en este trabajo se lanza una propuesta para que sean los propios ahorradores los que puedan gestionar sus recursos y, de esta forma, evitar, al menos en parte, algunos de los costes de gestión que llevan aparejados aquellos productos y así fomentar la competencia en el sector.

1. Introducció

És molt recent la publicació per part de l'OCDE d'un document sobre competències financeres dels joves (OECD, 2015) amb un resultat bastant descoratjador, ja que els nostres estudiants se situen significativament per sota de la mitjana dels països analitzats.

Altres estudis que analitzen el percentatge de població adulta amb un cert nivell d'educació financera, per exemple, l'estudi de Standard and Poor's, recollit a Klapper, Lusari i Oudheusden (2015), situa Espanya en la posició 26 entre els 143 països analitzats. És una posició que, encara que sigui aparentment acceptable, no ho és tant quan es compara amb la dels països del nostre entorn. De fet, ocupem posicions discretes entre els països desenvolupats i som clarament superats pels països anglosaxons i els escandinaus.

Gràfic 1 | *Percentatge de població adulta amb formació financera*



Font: Klapper, Lusardi i Oudheusden (2015)

Crida l'atenció el fet que, últimament, des de la indústria financera és habitual escoltar o llegir que és precisament la falta de cultura o de competència financera dels ciutadans una de les raons principals que va agreujar la crisi. Una major formació en finances —se'ns diu— hauria pogut evitar que molts ciutadans adquirissin productes financers d'estalvi complexos que, sense cap dubte, no eren adequats al seu perfil de risc. Amb l'objectiu d'il·lustrar aquesta qüestió va ser possible veure no fa molt als mitjans de comunicació un alt càrrec d'una de les principals entitats de crèdit d'aquest país en una aula davant un grup estudiant de secundària o batxillerat.

D'altra banda, encara que la preocupació per la formació i, en particular, per la formació financera dels nostres joves sembla que rep atenció per part de les institucions, no sembla que existeixi aquesta mateixa tranquil·litat en relació amb els nostres majors, a pesar que han estat els més perjudicats per certes pràctiques en el sector financer; pràctiques que, a més de causar un gravíssim perjudici a aquest sector tan vulnerable de la societat, han fet un gran dany a la reputació del nostre sistema bancari. No obstant això, tal com s'assenyala

Lusardi (2012): «el nivell d'educació financera entre la població gran proporciona motius de preocupació».

Cal ressaltar, per contra, el gran esforç que les autoritats europees estan realitzant per protegir els inversors minoristes i que s'ha plasmat en la directiva comunitària MIFID i la seva posterior revisió MIFID II (Directiva 2014/65/UE del Parlament Europeu i del Consell de 15 de maig de 2014 relativa als mercats d'instruments financers i per la qual es modifiquen la Directiva 2002/92/CE i la Directiva 2011/61/UE), l'entrada en vigor de la qual, després de diversos retards, està prevista per a gener 2018. Un dels seus objectius, tal com assenyala l'art. 24, és que els «Estats membres han d'exigir que, quan presti serveis d'inversió o, si escau, serveis auxiliars a clients, l'empresa de serveis d'inversió actuï amb honestedat, imparcialitat i professionalitat, en el millor interès dels seus clients». Aquesta darrera normativa sens dubte pot arribar a ser de gran ajuda per al col·lectiu de persones grans, ja que, sobretot, tracta d'evitar el conflicte d'interessos que genera la comercialització de determinats productes per part de les entitats financeres.

L'objectiu d'aquest assaig és fer una reflexió i capgirar els arguments assenyalats. Es tracta de plantejar la qüestió contrària, és a dir, en quina mesura, donada aquesta situació d'escassa formació financera entre les diferents capes de la població, i en particular les de més edat, el comportament de les entitats financeres s'ajusta a aquesta situació. És a dir, l'objectiu a curt termini no pot ser el d'incrementar la formació de la població, sinó assegurar-nos que els productes que es distribueixen entre els col·lectius més exposats o entre aquelles persones que estiguin pensant gestionar els seus estalvis de cara a la vellesa estiguin efectivament protegits. Més encara, cal preguntar-se en quina mesura aquests productes proporcionen els resultats que caldria esperar: seguretat i una remuneració suficient.

Per tant el que es farà a continuació és analitzar els resultats globals de dos dels productes financers més importants dissenyats per a la gestió de l'estalvi, tant els que estan destinats a cobrir la contingència de la jubilació com a gestionar adequadament els estalvis d'aquell segment de la població caracteritzat, entre d'altres coses, per ser precisament el més estalviador, la població de més edat.

2. Les institucions d'inversió col·lectiva i els plans de pensions

De cara a gestionar els seus estalvis, els individus tenen òbviament nombroses opcions. Una d'elles consistiria a fer-ho directament contractant ells mateixos diversos productes al seu abast, cadascun amb diferents nivells de risc i amb tractaments fiscals específics. No obstant això, la indústria financera ha dissenyat, entre d'altres, una sèrie d'instruments

especialment orientats a l'obtenció d'un capital o una renda en la data de jubilació (plans de pensions) o bé per gestionar simplement els estalvis (les denominades institucions d'inversió col·lectiva) a mitjan i llarg termini.

Els primers són productes d'estalvi a llarg termini que tenen un caràcter finalista, és a dir, estan dissenyats per cobrir determinades contingències, principalment la jubilació. Els segons, que inclouen els fons d'inversió i les societats d'inversió, tenen per objecte la captació de fons, béns o drets del públic per gestionar-los i invertir-los en béns, drets, valors o altres instruments, financers o no, el rendiment de l'inversor dels quals s'estableix en funció dels resultats col·lectius i inclouen, entre d'altres, els populars fons d'inversió.

Quant als avantatges que presenta l'estalvi a través d'aquests instruments financers cal assenyalar, entre d'altres, els següents:

- l'accés a una gestió professionalitzada dels estalvis,
- permetre la diversificació de riscos, i
- avantatges fiscals enfront de l'estalvi individual.

Pel costat contrari, entre els desavantatges que s'han de tenir en consideració a l'hora d'escollir un producte o un altre han de ressenyar-se:

- la liquiditat, és a dir, la possibilitat de desfer posicions o materialitzar la inversió sense incórrer en costos, i
- les comissions, entre les quals destaquen les de gestió i de dipòsit, a més de les de subscripció i reemborsament, si n'hi hagués.

Ha d'assenyalar-se que l'últim dels desavantatges assenyalats, és a dir el cost que suposa per a l'estalviador la gestió per part d'un tercer dels seus fons, està en contraposició al primer dels avantatges, l'accés a una gestió professionalitzada que hauria d'implicar un major rendiment. Aquesta dicotomia planteja la qüestió de en quina mesura el fet de poder accedir a una gestió professionalitzada es veu efectivament compensada pel cost que aquest servei genera per a l'estalviador.

Ha d'assenyalar-se que, excepte en el cas dels fons d'inversió o dels plans de pensions garantits, cap d'aquests productes garanteix una rendibilitat i mai les rendibilitats passades han de prendre's, sense més, com a indicis de rendibilitats futures. És més, especialment en aquells fons d'inversió o fons de pensions que inverteixen en renda fixa,

el més probable és que altes rendibilitats passades es tradueixin en baixes rendibilitats futures i viceversa.¹

Actualment, en el cas dels fons de pensions, les comissions anuals de gestió màximes que es poden arribar a cobrar són (Reial decret 681/2014, d'1 d'agost, pel qual es modifica el Reglament de plans i fons de pensions, aprovat per Reial decret 304/2004, de 20 de febrer):

- comissió de gestió: 1,50% del patrimoni del fons, i
- comissió de dipòsit: no podrà ser superior al 0,25% del valor del patrimoni del fons.

Aquestes comissions suposen una reducció considerable respecte a la legislació anterior i és important assenyalar que es cobren de forma implícita, és a dir, vénen incloses en el valor de les participacions i no s'indiquen de manera explícita com un cost per a l'estalviador. Aquestes comissions es cobren del fons mateix, el valor liquidatiu del qual es veu minorat precisament en la quantia de la comissió anual.

En el cas dels fons d'inversió, amb caràcter general, no es poden percebre comissions de gestió que, en termes anuals, superin els límits següents (Reial decret 1082/2012, de 13 de juliol):

- a) quan la comissió es calculi únicament en funció del patrimoni del fons, el 2,25% d'aquest,
- b) quan es calculi únicament en funció dels resultats, el 18% d'aquests, i
- c) quan s'utilitzin ambdues variables, el 1,35% del patrimoni i el 9% dels resultats.

La pregunta que sorgeix de forma immediata és en quina mesura el cost que suposa invertir a través d'aquests vehicles d'inversió col·lectiva es veu recompensat per una bona gestió.

Respondre aquesta qüestió, no obstant això, és un tema controvertit i de molt difícil resposta. Un exemple de com és de controvertit mesurar la bona o mala gestió d'un patrimoni o una cartera són, per exemple, alguns «concursos de Borsa» que es realitzen entre escolars i estudiants universitaris. És freqüent trobar-se de vegades amb «patrocinadors» que organitzen concursos consistents a assignar-los una quantitat de diners «fictícia» per invertir en accions o altres actius financers durant un determinat període de temps. Se sol

¹ S'ha de tenir en compte que al món de la renda fixa (inversió en bons, obligacions, lletres, etc.) altes rendibilitats recents solen ser causades per baixades de tipus d'interès, ja que les caigudes dels tipus impliquen l'augment del valor de mercat dels títols. No obstant això, després de la baixada dels tipus d'interès, de mantenir-se en nivells baixos, la rendibilitat de la inversió anirà decaient a poc a poc.

designar guanyador l'equip que hagi obtingut, al final d'un determinat termini, la major rendibilitat o el major valor final d'una cartera.

Quin és el consell que hauria de donar-se per guanyar el concurs? Òbviament invertir tots els «diners» (recordi's que els estudiants no posen els diners de la seva butxaca) en algun valor especulatiu, d'alt risc. D'aquesta forma, si les coses surten bé, si hi ha sort, els guanys poden ser enormes i, en aquest cas, es guanya el concurs. Si les coses surten malament, simplement no es guanya el concurs. D'aquesta forma, el més probable és que el guanyador del concurs sigui algun equip que ha decidit realitzar inversions d'alt risc o concentrades en algun valor especulatiu. Vol dir això que es tracta del millor equip? La resposta no solament és negativa, sinó que probablement es tracta de l'equip que pitjor ha gestionat el patrimoni assignat. Una bona gestió ha de tenir en consideració el perfil de risc de l'inversor (que en el cas de les persones grans sol ser molt baix) i, per descomptat, diversificar la cartera, és a dir, distribuir adequadament la inversió entre diferents actius. Un bon gestor de patrimonis no guanyaria mai un concurs com el descrit en el qual el guanyador és aquell que més arrisca i, a més, té sort.

És a dir un adequat mesurament de la qualitat en la gestió d'un patrimoni o d'una cartera ha de realitzar-se tenint en compte, entre d'altres coses, el risc que s'assumeix.

Què es pot dir sobre aquest tema? Lamentablement, l'evidència empírica proporciona uns resultats que deixen molt a desitjar. Com ja s'assenyalava fa vint anys (Freixas, Marín, Martínez i Rubio, 1997), sembla que hi ha «una relació negativa entre els resultats dels fons i les comissions cobrades». Aquest resultat s'atribuïa a certes normes fiscals que restringien la competència entre fons. No obstant això, estudis més recents semblen posar de manifest que el cost que suposa posar en mans de professionals la gestió dels estalvis dels ciutadans no es veu compensat pels resultats.

Així, d'acord amb Fernández, Ortiz, Fernández i Fernández (2016), la «rendibilitat mitjana dels fons d'inversió a Espanya en els últims 15 anys (1,90%) va ser inferior a la inversió en bons de l'Estat espanyol a 15 anys (5,4%) i a la inversió en l'IBEX 35 (4,6%)».

Observi's que en aquest cas no es valora simplement la rendibilitat dels fons, sinó que es compara amb referències associades a determinats nivell de risc. Així, es compara la rendibilitat dels fons amb la dels bons de l'Estat, que pot considerar-se una inversió de màxima seguretat. I d'acord amb l'estudi assenyalat la rendibilitat mitjana dels fons d'inversió queda molt per sota de la que proporcionaria haver invertit en bons de l'Estat.

No obstant això, no necessàriament aquest resultat ha d'implicar una mala gestió. Els bons de l'Estat són actius molt segurs i, per tant, actius financers que proporcionen una rendibilitat més o menys estable. Per contra, si assumim risc, llavors, quan les coses van bé, obtindrem una rendibilitat superior a la dels bons de l'Estat, però si la conjuntura és

negativa, llavors, aquell que s'ha arriscat més serà el que pitjor resultats obtingui. És a dir que els resultats que acabem de comentar podrien ser reflex que a través dels fons s'ha invertit en productes de major risc i que la conjuntura no ha estat favorable. Ara bé, en aquest mateix estudi s'utilitza també de referència, per comparar la bona o mala gestió dels fons a l'Ibex-35, un índex borsari que recull l'evolució del valor d'una cistella d'accions de les empreses més importants que cotitzen en borsa. No obstant això, també en aquest cas, els resultats són pobres, ja que solament 27 dels 632 fons d'inversió analitzats van tenir una rendibilitat superior a la de l'IBEX 35. Es tracta, per tant, d'uns resultats decebedors.

Respecte dels plans de pensions, en un estudi similar es conclou que en «el període desembre 2000 - desembre 2015, la rendibilitat anual mitjana de l'IBEX 35 va ser del 4,62% i la dels bons de l'Estat a 15 anys del 5,40%. La rendibilitat mitjana dels fons de pensions va ser de l'1,58%. Entre els 322 fons de pensions amb 15 anys d'història, només 2 van superar la rendibilitat de l'IBEX 35, i només 1 va superar la rendibilitat dels bons de l'Estat a 15 anys» (Fernández, Ortiz, Fernández i Fernández, 2016).

Val la pena assenyalar en relació amb aquests resultats que el patrimoni de les institucions d'inversió col·lectiva a Espanya aconseguia a la fi de 2016 els 394.219 milions d'euros, mentre que els fons arribaven als 106.839 milions d'euros (INVERCO, 2017). Per ser conscients de la magnitud del negoci generat per la indústria dels fons i els plans de pensions convé tenir en compte que cada 1% de comissió que es cobra suposa uns ingressos per al sector propers als 5.000 milions d'euros. Estem parlant, per tant, de xifres astronòmiques. Ha de tenir-se en compte, a més, que les compres i vendes de títols que suposen gestionar les carteres en les quals es materialitzen els fons d'inversió i de pensions constitueixen també una important font d'ingressos per al sector financer.

Una última qüestió que ha de tenir-se en compte, sobretot a l'hora d'analitzar la informació que es proporciona als estalviadors (sobretot en el cas dels fons de pensions), és l'anomenada il·lusió monetària. Per il·lustrar amb un exemple aquest fenomen (molt important sobretot a mitjan i llarg termini) hem d'assenyalar que és molt habitual que, a l'hora de ser comercialitzats, que s'indiqui com seria el capital constituït en l'edat de jubilació a partir d'una aportació periòdica realitzada durant un determinat nombre d'anys. Per exemple, si comencem als 50 anys a realitzar aportacions mensuals de 100 euros fins als 67 anys, edat prevista per a la jubilació, i si els gestors aconseguen una rendibilitat mitjana anual del 3%, en arribar a l'edat de jubilació es disposarà d'un capital de 26.536,34 €. Per contra, si comencem a realitzar aportacions al pla de pensions als 40 anys i s'aconsegueix una rendibilitat mitjana anual del 3%, el capital constituït en la data de jubilació serà de 49.641,81 euros; si comencéssim als 30 anys, la xifra pujaria als 80.693,64 €. A la vista d'aquestes xifres és molt habitual que es faci la recomanació de començar a realitzar aportacions el més aviat possible perquè, d'aquesta forma, el capital constituït a l'edat de jubilació pot arribar a sumes considerables. Ara bé, tinguem

en compte que estem parlat d'una persona que tenint avui 30 anys rebrà d'aquí trenta-set anys un capital de 80.693,64 €. I és obvi que no té el mateix poder adquisitiu un euro d'avui (o 166 pessetes) que el que tenia fa trenta-set anys ni, molt menys, el que tindrà d'aquí trenta-set anys. De fet, si suposem que la inflació mitjana per als propers trenta-set anys se situa al voltant del 2%, aleshores, d'aquí trenta-set anys, amb 80.693,64 € podrem comprar el mateix que avui amb 38.782 €, xifra considerablement inferior. És a dir, quan considerem períodes de planificació molt llargs ha de tenir-se en compte l'efecte de la inflació i la consegüent «il·lusió monetària».

Dit això, és molt important, que en la mesura del possible, la rendibilitat de l'estalvi sigui superior a la inflació perquè almenys siguem capaços de mantenir el poder adquisitiu. És a dir, que si avui inverteixo 1.000 euros quan rebí la contraprestació de la meva inversió, la quantitat que obtingui serveixi per comprar, almenys, el que avui puc comprar amb aquests 1.000 euros.

Tanmateix, això no sempre és així. En la següent taula apareixen recollides les rendibilitats mitjanes proporcionades fins a desembre de 2016 tant pels fons d'inversió com pels plans de pensions per a diferents horitzons temporals. Tant els fons d'inversió com els plans de pensions apareixen classificats en diferents categories. El que posen de manifest els resultats recollits en la taula 1 és que ni en el curt, ni (el que és més greu) en el llarg termini, està garantit el manteniment del poder adquisitiu de la inversió.

Taula 1 | *Rendibilitats anuals de diferents productes d'estalvi i taxa d'inflació*

Horitzó temporal fins a 31-12-2016	5 anys	10 anys	15 anys	20 anys
Inflació mitjana anual a Espanya (%)	0,8	1,5	2,1	2,2
Fons d'inversió				
Monetaris	0,8	1,3	1,4	1,8
Renda fixa euro curt termini	1,1	1,2	1,5	1,9
Renda fixa euro llarg termini	3,8	2,7	2,7	2,9
Renda fixa mixta euro	3,2	1,6	2,0	2,5
Renda variable mixta euro	5,9	1,0	2,2	3,1
Renda variable nacional euro	7,7	-0,0	3,9	5,1
Plans de pensions. Sistema individual				
Renda fixa curt	1,3	1,3	1,3	1,9
Renda fixa llarg	3,5	2,7	2,2	2,6
Renda fixa mixta	3,1	1,3	1,3	2,6
Renda variable mixta	6,3	1,9	2,6	4,4
Renda variable	9,8	1,6	1,9	4,6
Garantits	6,8	2,6	3,4	4,2

Font: INVERCO i elaboració pròpia a partir de l'INE

La segona fila de la taula 1 recull la inflació anual mitjana per a diferents períodes de temps (5, 10, 15 i 20 anys), inflació mesurada a través de l'índex de preus al consum (IPC). Així podem veure que en el període 2012-16, els preus van augmentar de mitjana un 0,8% anual, en el període 2006-16 un 1,5% anual, i així successivament.

Si observem les rendibilitats mitjanes obtingudes per diferents famílies de fons d'inversió veiem que, per a horitzons de planificació a 10 o 15 anys, la rendibilitat de la majoria dels tipus de fons ha quedat per sota de la inflació, cosa que implica pèrdues de poder adquisitiu. El resultat és especialment negatiu per a aquells fons considerats a priori com més segurs, com són els fons monetaris o de renda fixa. Els resultats varien més per a horitzons de 5 i 20 anys. En el cas dels plans de pensions, els resultats són, en general, millors però també són molts els tipus de plans de pensions que de mitjana no han estat capaços de superar la inflació.

3. Conclusions

Tal com s'apuntava a la introducció, cada vegada amb més freqüència es pot sentir als mitjans de comunicació, tant generalistes com de la premsa especialitzada, que un problema important al qual ha de fer front la societat espanyola és la falta d'educació financera dels ciutadans. Ha d'assenyalar-se, a més, que els estudis sobre aquesta matèria se centren principalment en la població escolar i és difícil trobar referències a la població adulta o a la població d'edats més avançades.

Actuar en la població escolar és possible que resolgui, en part, aquest problema en un futur més o menys llunyà, però és evident que en el cas de la població adulta ja és probablement massa tard i, a més, ha de tenir-se en compte que és la població adulta i no l'escolar la que és l'actual usuària dels serveis financers.

Per tot això, en aquest treball el que es pretén és analitzar si la indústria financera és capaç d'oferir a aquest segment de la població (especialment vulnerable als abusos) productes que efectivament s'ajustin a les seves necessitats, tenint en compte, sobretot, que la població de més edat és fonamentalment una població estalviadora i amb una alta aversió al risc. La normativa europea recent està tractant de prendre mesures per evitar la comercialització, entre inversors amb un perfil de risc baix, de productes inadequats i exigeix, a més, que els professionals del sector tinguin una formació adequada per poder dur a terme un assessorament financer correcte.

Per això, en aquest article s'analitzen succintament dos dels principals productes d'estalvi comercialitzats a Espanya: els plans de pensions i els fons d'inversió.

Per desgràcia, dels estudis analitzats en aquest treball es dedueix que els resultats que han proporcionat aquests productes financers han estat pobres i que ofereixen unes rendibilitats per sota de les proporcionades per altres productes de referència com poden ser els bons de l'Estat o l'Ibex-35.

Ha d'assenyalar-se que els plans de pensions i els fons d'inversió gaudeixen d'una sèrie d'avantatges fiscals importants, ja que l'Estat considera positiu per a l'economia del país el foment de l'estalvi. De fet, invertir a través de fons d'inversió i de plans de pensions és especialment atractiu des d'un punt de vista fiscal. No obstant això, sorgeix la pregunta de si aquests avantatges fiscals finalment són per a l'estalviador i no per a la pròpia indústria financera, en forma de comissions i altres costos.

Aleshores, caldria preguntar-se si l'Estat mateix no hauria de permetre que els particulars creessin les seves pròpies «carteres d'estalvi» amb un tractament fiscal similar al dels plans de pensions i els fons d'inversió. Aquestes carteres d'estalvi podrien invertir únicament en productes de molt baix risc com imposicions a termini fix, lletres del Tresor, bons i obligacions del Tresor, bons del Tresor indexats a la inflació (un producte especialment dissenyat per protegir-se de la inflació a llarg termini i garantir el manteniment del poder adquisitiu dels estalviadors) o, en general, aquells productes que el Banc Central Europeu exigeix com a garantia per prestar diners a les entitats financeres.

Aquests productes permetrien introduir un element addicional de competència en el sector de l'estalvi que, sens dubte, afavoriria la competitivitat del sector i temperar possibles conflictes d'interessos entre els gestors i comercialitzadors dels fons i els estalviadors.

Referències bibliogràfiques

Butlletí Oficial de l'Estat (2012). Reial decret 1082/2012, de 13 de juliol, pel qual s'aprova el Reglament de desplegament de la Llei 35/2003, de 4 de novembre, d'institucions d'inversió col·lectiva.

Butlletí Oficial de l'Estat (2014). Reial decret 681/2014, d'1 d'agost, pel qual es modifica el Reglament de plans i fons de pensions, aprovat per Reial decret 304/2004, de 20 de febrer.

Diario Oficial de la Unión Europea (2014). Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

Fernandez, P., Ortiz Pizarro, A., Fernandez Acin, P. I Fernández Acín, I. (2016). Rentabilidad de los fondos de inversión en España, 2000-2015 (Return of Mutual Funds in Spain, 2000-2015). Recuperat de SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2720365>

Fernandez, P., Ortiz Pizarro, A., Fernandez Acin, P. I Fernández Acín, I. (2016). Rentabilidad de los fondos de pensiones en España. 2000-2015 (Return of Pension Funds in Spain. 2000-2015). Recuperat de SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2724056>. doi.org/10.2139/ssrn.2724056

Freixas, X., Marín, J. M., Martínez, M. A. i Rubio, G. (1997). La evaluación de los fondos de inversión. Madrid: Civitas.

Klapper, L., Lusardi, A. i Oudheusden, P. (2015). Financial Literacy in the World. Insights from the S&P Global Finlit Survey. Recuperat de http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_singles.pdf

Lusardi, Annamaria. (2012). Numeracy, Financial Literacy, and Financial Decision-Making. A Numeracy, vol. 5, Iss. 1, article 2. Recuperat de: <http://scholarcommons.usf.edu/numeracy/vol5/iss1/art2>

OECD. (2015). OECD/INFE Core competencies framework on financial literacy for youth.

Autor

ELISEO NAVARRO ARRIBAS

Alcoy (1961). Llicenciat i doctor en Ciències Econòmiques i Empresariales per la Universitat de València. Diploma de postgrau en Ciències Actuarials a la Heriot-Watt University (Edimburg).

Actualment, és catedràtic d'Economia Financera de la Universitat d'Alcalá (Madrid).