

# La industrialización del asesoramiento financiero: identificación de sistemas que mejoren las decisiones de inversión financiera estratégica a largo plazo de los particulares en España

Carlos Casanueva Nárdiz, Felipe Ruíz López

Dpto. de Organización. Escuela Técnica Superior de Ingenieros Industriales. Universidad Politécnica de Madrid. Calle José Gutiérrez Abascal, 2. 28010. Madrid. carlos\_casanueva@yahoo.es, fruiz@etsii.upm.es

## Resumen

*El solvente sistema financiero español seguramente tenga que enfrentarse en un futuro próximo a una revolución financiera resultante de procesos tales como la industrialización del asesoramiento financiero independiente, u otros del ámbito público o privado, que busquen mejorar la salud financiera de los particulares españoles. Esta conclusión se obtiene por los siguientes motivos.*

*Por un lado, comprobamos que los españoles disfrutaban de un sistema de prestación de servicios financieros notablemente avanzado.*

*Por otro lado, al estudiar las teorías financieras sobre la inversión estratégica a largo plazo para particulares, que han evolucionado mucho en los últimos años, descubrimos que existe un importante común denominador en cuanto a los principales consejos financieros recomendados por los expertos. Es decir, que para obtener una razonablemente buena salud financiera, es suficiente con conocer y practicar unos pocos principios financieros.*

*Sin embargo, cuando analizamos la salud financiera media de los españoles frente a los principios fundamentales recomendados por los expertos, nos encontramos que su situación es claramente mejorable.*

*Por esto, todas aquellas posibles actuaciones, tanto de ámbito privado como público, que logran estrechar el contacto entre el ahorrador final y esos pocos principios fundamentales financieros serían de gran valor para la sociedad española en su conjunto.*

**Palabras clave:** Industrialización Asesoramiento Financiero Independiente

## 1. Introducción a los mercados financieros españoles

Comprobamos que los españoles disfrutaban de un sistema de prestación de servicios financieros notablemente avanzado. Ésto es debido a que el sistema financiero español se ha desarrollado fuertemente durante el último cuarto de siglo, constituyéndose en una pieza clave sobre la que se vertebraba la sociedad española dentro del marco de la Unión Europea (Manzano y Valero, 2005).

Procesos como la liberalización, la desregulación y la globalización financiera, así como la incorporación de España al Mercado Único Europeo y a la Unión Monetaria han impulsado el desarrollo de los procesos de intermediación financiera en España. La estructura institucional básica así como las partidas del activo y pasivo de las instituciones financieras en su conjunto, muestran una situación muy saludable.

La entrada en el euro ha influido fuertemente en las condiciones financieras en cuanto a inflación, tipos de interés y mercados de renta fija a corto. El resultado ha sido un entorno más controlado y coordinado con el resto de las economías europeas. Sin embargo, es de destacar que el diferencial de inflación español respecto a Europa supone un desajuste que requiere ser atendido.

Los mercados de bonos representan uno de los activos esenciales para los ahorradores e inversores a largo plazo. Especialmente los bonos gubernamentales, dadas sus especiales características en cuanto a seguridad, rentabilidad y liquidez. Desde finales de los años 90, las bajadas de tipos de interés, han propiciado un fuerte impulso en el desarrollo de estos activos en los mercados españoles.

Los mercados de acciones pueden aportar una gran rentabilidad al inversor, pero a su vez vienen acompañados de importantes riesgos. Existen diversas teorías sobre valoración de acciones que permiten comprender mejor el porqué de las fluctuaciones de precio. La bolsa española, desde principios de los 90, ha sufrido una importante consolidación tanto en volumen negociado como en evolución, comparada con otros países, de sus precios.

Los fondos de inversión juegan un papel clave dentro del importante proceso de desintermediación de los mercados financieros. Al igual que en otros países desarrollados, en España estos productos han tenido un avance espectacular durante los últimos años. Sin embargo, el peso sobre el total de los mercados financieros españoles ha resultado inferior que en otros mercados más avanzados, como los anglosajones. Además, las entidades financieras españolas continúan controlando, de facto, la comercialización de estos productos, lo que ha impedido la aparición de nuevos tipos de distribución que sí han surgido en otros países.

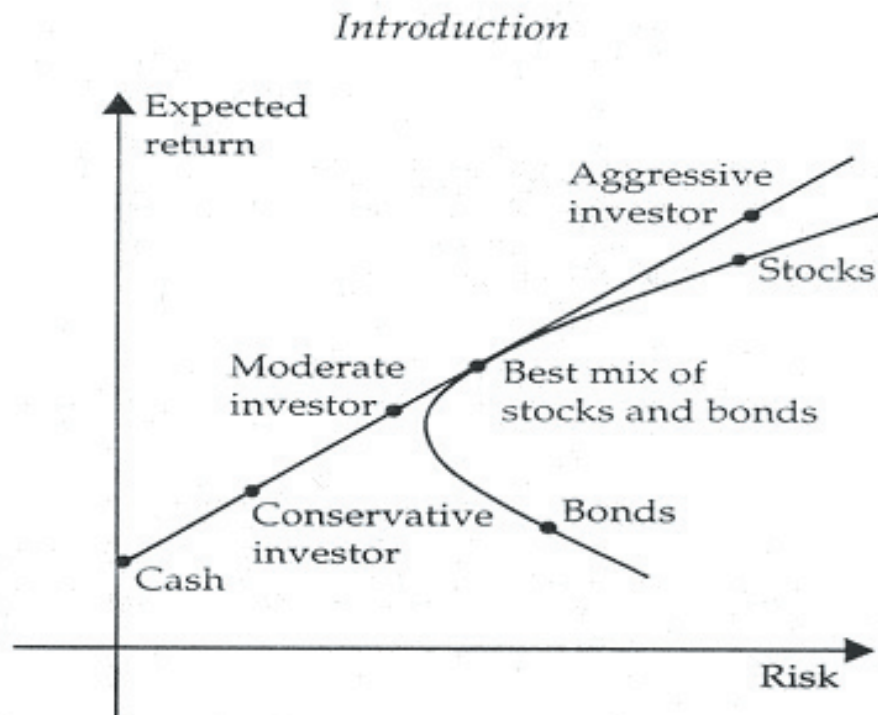
Los planes de pensiones y seguros, a pesar de haber crecido mucho gracias a los interesantes incentivos fiscales, siguen teniendo un peso bajo cuando nos comparamos con otros países.

## **2. Teorías actualmente aceptadas sobre la inversión de particulares y la selección de activos de riesgo**

A lo largo de este apartado, al estudiar las teorías financieras sobre la inversión estratégica y a largo plazo para particulares, que han evolucionado mucho en los últimos años, descubrimos que existe un importante común denominador en cuanto a las principales consejos financieros recomendados por los expertos. Es decir, que para obtener una razonablemente buena salud financiera es suficiente con conocer y practicar unos pocos principios financieros que quizá pudieran resumirse en medio folio (Kahneman y Tversky, 1979) (Shefrin, 2002).

### **2.1. La selección de activos a corto plazo**

Markowitz fijó en 1952 los principios para la selección de activos de inversión con el diagrama de media/desviación típica de los retornos esperados de diferentes carteras en un único periodo (Campbell y Viceira, 2002).



**Figura 1** Diagrama Rentabilidad-Riesgo de Markowitz (Campbell y Viceira, 2002)

Una de las principales conclusiones de los análisis de Markowitz es que demuestra que las proporciones entre activos de riesgo (bonos y acciones) son independientes del grado de aversión al riesgo del inversor. Es decir, existe una ratio óptima de inversión entre acciones y bonos.

## 2.2. La selección de activos a largo plazo

A continuación analizaremos el problema de la selección de activos a largo plazo desde diversas ópticas. Primero, desde el punto de vista de la cartera de inversión miope, es decir, optimizando periodo a periodo. Segundo, teniendo en cuenta el efecto de los bonos gubernamentales a largo plazo indexados a la inflación que, de facto, son los activos sin riesgo a este plazo. Tercero, considerando los recientes estudios que demuestran que, a largo plazo, la rentabilidad real de la bolsa no sólo es superior a la de los bonos, sino que también es menos volátil, es decir, tiene menos riesgo. Y por último, tendremos en cuenta el impacto que tiene en la confección de la cartera de inversión la relación entre la riqueza financiera y la riqueza humana, es decir, la generada a través de nuestra capacidad para ganar un sueldo a cambio de nuestro trabajo.

### 2.2.1 La cartera de inversión miope

La cartera de inversión a largo plazo no depende exclusivamente del objetivo del inversor, sino de la posibilidad de rebalanceamiento a lo largo del tiempo. Sin embargo, se puede demostrar (Campbell y Viceira, 2002) que, bajo hipótesis razonables de aversión al riesgo y de independencia de rentabilidades entre periodos, la cartera óptima a largo plazo debe ser miope. Es decir, coincide con la cartera óptima a corto plazo propuesta por Markowitz.

## 2.2.2 Inflación, bonos a largo plazo y PLIB (Price Leverage Index Bonds)

Con el análisis convencional de media-varianza es difícil de explicar que los inversores tomen posiciones importantes en bonos. Este tipo de análisis trata el metálico (inversión a corto) como el activo sin riesgo para un periodo. Los bonos son simplemente un tipo de activo con riesgo como lo pueden ser las acciones. En este sentido, los excesos de rentabilidad en los bonos han sido históricamente bastante bajos y con bastante volatilidad en el corto plazo. Por ejemplo, durante el periodo 1952-99, el exceso de rentabilidad de los bonos cupón cero del Tesoro americano a diez años, sobre las letras del Tesoro a tres meses, fue solamente de 1,2% y, sin embargo, la desviación típica de este retorno fue del 11%. Durante el mismo periodo, el mercado americano de acciones tuvo un exceso de rentabilidad del 7,7% y una desviación típica del 16%.

El análisis, cuando se tienen en cuenta largos horizontes temporales, es muy diferente, y los bonos pasan a tener un papel mucho más importante en la cartera de inversión óptima. Para el inversor a largo plazo, las inversiones en letras del tesoro a corto plazo ya no son sin riesgo, porque es necesario renovarlas en el futuro a un tipo de interés desconocido y que puede ser más bajo.

Además, para analizar la cartera óptima a largo plazo es necesario considerar la utilidad de la inversión financiera como un medio para soportar un determinado nivel de consumo real en el futuro (Campbell y Viceira, 2002). En este sentido, los PLIB (Price Leveraged Index Bonds) a largo plazo (Bonos a largo plazo e indexados con la inflación) pasan a ser realmente activos con menos riesgo que el metálico (inversión en letras a corto). Un bono de este tipo no tiene un valor de mercado estable en el corto plazo, pero suministra un flujo de ingresos reales predecibles en el largo plazo.

Las consecuencias de esto, para la cartera de inversión a largo plazo, son importantes. Los inversores a largo plazo, cuanto más conservadores son, deberían invertir menos en acciones y más en PLIB's a largo plazo. Incluso, si no están disponibles los PLIB's y sólo es posible invertir en bonos nominales a largo plazo, los inversores más conservadores deberían de aumentar sus posiciones en bonos, asumiendo que creen que el riesgo de inflación es bajo. En definitiva, los bonos pueden jugar un papel más importante del esperado en la inversión al largo plazo, cuando el inversor es más averso al riesgo, lo cual reconcilia los resultados científicos con las recomendaciones habituales dadas por los asesores financieros (Vanguard, 2005).

## 2.2.3 “Stocks for the long run?”

En el apartado anterior hemos visto que, el activo sin riesgo para un inversor a largo plazo son los bonos a largo plazo indexados con la inflación, y que los bonos nominales pueden ser un buen sustituto, si el riesgo de inflación es bajo. En este sentido, los inversores conservadores a largo plazo deberían aumentar el peso de los bonos, y no del dinero a corto plazo, en sus carteras.

Existe un punto de vista, popularmente aceptado, de que un inversor a largo plazo puede permitirse aumentar el peso de su inversión en bolsa, porque las acciones son comparativamente más seguras para estos inversores (Siegel, 1994). Nos encontramos con que es ampliamente conocido que los retornos de las acciones superan a los de los bonos en el largo plazo. Pero es poco conocido que en el largo plazo, los riesgos en acciones son menores que los que encontramos en bonos o incluso en letras del tesoro. Las rentabilidades reales de las acciones, en periodos a corto plazo, son claramente más volátiles que las rentabilidades reales de los

bonos y las letras del tesoro. Pero a medida que el horizonte de inversión aumenta, el rango de las rentabilidades de las acciones se reduce mucho más deprisa que el de los activos de renta fija. Las acciones, a diferencia de los bonos o las letras del tesoro, no han resultado nunca en rentabilidades reales negativas en periodos de inversión de 20 años o superiores. Aunque pueda parecer más arriesgado invertir en acciones que en bonos, ocurre precisamente lo contrario: la inversión más segura a largo plazo han sido claramente las acciones y no los bonos.

#### **2.2.4 Riqueza humana y riqueza financiera**

En los apartados anteriores hemos asumido que la riqueza de los inversores estaba formada exclusivamente por la cartera de inversión en activos financieros del mercado. Sin embargo, esta no es una hipótesis razonable para los inversores particulares que, además de ahorrar para el largo plazo (su jubilación), también trabajan. Tampoco es razonable para aquellos inversores que, ya retirados, reciban una pensión mensual de jubilación del Estado y/o de otra institución. La riqueza total de estos inversores está formada no sólo por su riqueza financiera, sino también por lo que podríamos llamar su riqueza humana, es decir, el valor actualizado neto de sus futuros ingresos laborales (o de pensión de jubilación).

Un primer análisis muestra como principal conclusión que, un inversor que disponga de una riqueza humana no negociable y sin riesgo, debería inclinar su cartera de inversión hacia las acciones, en comparación con un inversor que disponga exclusivamente de activos negociables del mercado. El porcentaje de acciones de la riqueza financiera debería aumentar proporcionalmente a la ratio entre riqueza humana y riqueza financiera. Esta ratio cambia a lo largo de la vida del inversor.

#### **2.3. El común denominador y la cartera modelo**

A pesar de las diferencias de matices, todas estas visiones coinciden en algunos principios fundamentales.

Primero, la visión estratégica a largo plazo de la inversión financiera condiciona enormemente las decisiones finales, frente a la visión monopериодо de Markowitz, o la cartera miope defendida por otros muchos académicos, en la que sólo se tenía en cuenta prácticamente la aversión al riesgo.

Segundo, las acciones, bien diversificadas y minimizando costes de gestión y administración, son el activo preferido para el largo plazo (Malkiel, 2003).

Tercero, es necesario realizar una revisión periódica de rebalanceamiento de la cartera a la luz de posibles cambios en la situación personal (ingresos laborales, objetivos personales, aversión al riesgo, edad,...). El simple ejercicio de ajustar periódicamente los porcentajes de inversión a la cartera objetivo es un buen sistema de "market timing". Si el valor de la inversión en acciones ha caído, necesitaremos comprar acciones para recuperar el porcentaje objetivo de nuestra cartera. De esta manera, tenderemos a comprar acciones cuando hayan caído de valor y a venderlas cuando hayan subido.

## Modelo básico de cartera

Tipo de activo	Porcentaje objetivo
▪ Bolsa doméstica	30%
▪ Bolsa extranjera desarrollada	15%
▪ Bolsa mercados emergentes	5%
▪ Inmobiliario	20%
▪ Bonos del Tesoro	15%
▪ TIPS	15%

-Seis activos fundamentales  
 -Mínimo 5-10%  
 -Máximo 25-30%  
 -Sesgo hacia alto rendimiento (70%)  
 -Preferencias individuales

Figura 2 Modelo básico de cartera de Swensen (Swensen, 2005)

Cuarto, es interesante partir de una cartera modelo sobre la que poder ajustar los gustos y necesidades individuales de cada uno. Como resumen, un punto de partida inicial podría ser el siguiente (Swensen, 2005) (Shiller, 2005):

### 3. La problemática del inversor particular en España y posibles soluciones

Sin embargo, cuando analizamos la salud financiera media de los españoles frente a los principios fundamentales recomendados por los expertos nos encontramos que su situación es muy mala. Y todo ello a pesar de la gran solvencia del sistema financiero que disfrutamos. Las causas de esta situación son múltiples y posiblemente se encuentren tanto en las peculiares características de nuestros distribuidores financieros, como en la propia idiosincrasia de los ahorradores españoles.

Desde el punto de vista de los inversores, vemos que:

- Es un error frecuente invertir en la compra de una vivienda excesivamente valiosa en relación al patrimonio familiar total, pues al final acaba convirtiéndose en un mal instrumento de ahorro para la jubilación (The Economist, 2006).
- Es necesario aumentar la inversión en activos de riesgo, bien diversificados y con bajas comisiones de gestión y administración.
- La cobertura de riesgos a través de seguros no es buena.
- La baja cultura financiera y la elevada impaciencia vital configuran un entorno especialmente poco propicio para la toma de decisiones eficaces en la construcción de una cartera de inversión estratégica a largo plazo.

Desde el punto de vista de los distribuidores vemos que:

- La oferta conjunta del asesoramiento financiero y venta de productos limita la independencia

necesaria para poder aconsejar como se debiera.

- Existe una preocupante carencia de productos realmente de calidad para el inversor a largo plazo como bonos a largo plazo indexados con la inflación o fondos indexados de gestión pasiva con bajas comisiones de gestión y bajos costes de administración.

Los diferentes protagonistas considerados, que podrían aportar soluciones al problema en España, son: el regulador; el sector público; los competidores financieros existentes; nuevos competidores financieros; y nuevos servicios apoyados en nuevas tecnologías.

#### **4. El asesoramiento financiero en España**

Todas aquellas posibles actuaciones, tanto del ámbito privado como del público, que logran estrechar el contacto entre el ahorrador final y esos pocos principios fundamentales financieros serían de gran valor para la sociedad española en su conjunto. En concreto, el notable desarrollo de las nuevas tecnologías de las telecomunicaciones y del almacenamiento de datos, unidos al hecho de que la simple independencia en el consejo es posiblemente el principal requisito de garantía de calidad en el asesoramiento, posibilitan el desarrollo de sistemas muy sencillos que permitan una industrialización del asesoramiento financiero independiente. Todo ello produciría un fabuloso incremento del valor recibido por los clientes y en una drástica reducción en los costes de distribución, lo que llevaría a una revolución en el sistema financiero español (Casanueva, 2004).

##### **4.1. Introducción**

La capacidad para aconsejar financieramente a los clientes particulares ha sido relacionada tradicionalmente con conceptos como banca privada y banca personal. Ésto se debe a que el servicio de asesoramiento financiero habitualmente se ha realizado a través de procesos no muy estructurados y que exigen la participación artesanal de un experto que adapta sus métodos y procedimientos en función de las características del cliente que tiene enfrente. Además, una gestión personalizada puede tener mayor interés comercial. No en vano, las entidades comerciales tratan de conjugar tanto asesoramiento como gestión comercial (Expansión, 2004).

##### **4.2. La matriz de asesoramiento**

El análisis de los diferentes servicios de asesoramiento financiero parece interesante hacerlo teniendo en cuenta dos dimensiones: el grado de independencia de los consejos ofrecidos y el nivel de los conocimientos y métodos utilizados para dar consejo.



**Figura 3** Matriz de asesoramiento (elaboración propia)

Antes de analizar una a una las casillas precisemos lo que miden cada uno de los ejes.

- El grado de independencia representa en qué medida el que asesora tiene unos ingresos concretos y estables independientemente del consejo que emita. Es decir, indica hasta qué punto se es juez y parte. Se puede hacer una buena analogía con el mundo de la medicina. La factura del médico por atender una consulta es independiente de que la receta final sea comprar unas aspirinas o un tratamiento con el último antibiótico lanzado al mercado.
- El nivel de conocimientos y la metodología tiene en cuenta la existencia de: consejos avalados con estudios de probada reputación; contenidos didácticos de carácter general; métodos de asesoramiento con soporte analítico objetivo tales como cuestionarios, calculadoras financieras...

Con este esquema en mente, podemos entrar a clasificar cada una de las cuatro casillas que surgen de la matriz.

#### **4.2.1 Consejo Publicitario**

Denominaremos “Consejo Publicitario” a aquel mensaje/comunicación con bajo contenido en conocimientos y metodología científica y que es emitido por una entidad no independiente. Lo denominamos así por que recoge en gran medida el *modus operandi* de las comunicaciones publicitarias de las entidades financieras. Quizá un ejemplo permita ilustrar mejor esta situación. Cuando Caixa Cataluña hace un anuncio (La Razón, 23/2/2004) mostrando un texto que dice, “¿Tienes el dinero en el mejor sitio?”, y a continuación pone un, “Hasta el” (pequeñito), y un “7,5%” (muy grande), es evidente que no está pretendiendo aconsejar de forma objetiva e independiente. La información es interesada ya que la lectura de la letra más pequeña nos destaparía la realidad. Las entidades financieras más sofisticadas, que ya conocen este hecho, tratan de hacer su publicidad de una manera más sutil a través de conferencias, reuniones con clientes, comunicados de prensa, mensajes publicitarios emotivos y otros medios.

#### **4.2.2 Consejo Interesado**

El consejo será “Interesado” cuando un grado de independencia bajo viene acompañado de



un alto nivel de conocimiento y de metodología de apoyo. Es éste un modelo interesante y complicado. Evidentemente, en este caso no tenemos la garantía de que estemos recibiendo el mejor consejo disponible, dado que el consejero es parte interesada. Seguramente sería difícil identificar la frontera entre un “Consejo Interesado/Engañoso” y un “Consejo Interesado/Especialista”. Es por ésto, que en nuestra opinión, el asesoramiento aportado por alguien que sea independiente, tiene valor en sí mismo. Aunque no sea el mayor experto del mundo.

### 4.2.3 Buen Consejo

De esta forma llegamos al asesoramiento dado por alguien que, siendo independiente, disponga de unos elevados conocimientos y metodologías, denominándolo “Buen Consejo”.

No es fácil encontrar ejemplos de entidades que se encuentran en esta situación. Posibles ejemplos serían: la Comisión Nacional del Mercado de Valores; determinadas publicaciones y/o periodistas especializados; posibles empresas de consultoría que ofrezcan servicios especializados en inversiones; agentes financieros que estructuran su relación de asesoramiento con los clientes en base a una comisión fija, conocida por el cliente, e independiente de los productos aconsejados para invertir; páginas web de especializadas en el asesoramiento independiente en España u otros países.

En definitiva, parece que existe una necesidad no satisfecha entre la población española de consejo financiero independiente. Por analogía con la salud física que la garantiza un servicio de “consulta del médico”, evidentemente independiente y profesional, parece que unos servicios de “consulta financiera” similares a éstos lograrían mejorar en gran medida la salud financiera de la población. Avanzar en ésta similitud implicaría cobrar por los servicios de consulta, al igual que los médicos, para garantizar la independencia y profesionalizar el servicio posiblemente con la ayuda de una regulación adecuada, de nuevo de manera similar al ejercicio de la medicina (Sillence, 2007).

### 4.3. Análisis de los precios e importancia de la transparencia

El análisis de los precios de los productos financieros de inversión es una tarea muy compleja, que no se pretende tratar a fondo en este estudio (Bogle, 1999).

Sin embargo, parece claro que las importantes diferencias de costes totales (comisiones) entre productos muy similares, unido a la falta de transparencia de esta información abre una oportunidad de asesoramiento financiero fácil, valioso y necesitado. Un ejemplo, puede permitarnos ilustrar este aspecto. Analicemos los fondos de dinero de diferentes gestoras. Puede observarse en la tabla 1 las amplias diferencias de comisiones entre productos similares que van desde el 1,15% (máximo legal) del Eurovalor Dinero, de la gestora del Banco Popular, hasta el 0,14% del Mutuafondo Dinero, de la gestora Mutuactivos de la Mutua Madrileña Automovilista. Es decir, más de 8 veces más caro. Además, se aprecia la fuerte correlación negativa entre comisiones y rentabilidades.

**Tabla 1.** Comparativa de fondos de inversión de dinero en España (elaboración propia)

Gestora	Fondo	Comisiones %	Rentabilidad %, 2001-03	Patrimonio (mill de €)	Participes
Gest. B. Popular	Eurovalor Dinero	1,15	7,2%	1.200	42.000
Gest. BBVA	Dinero	1,1	7,5%	8.091	325.000
Gest. BBVA	Dinero III	0,6	9,2%	1.400	7.800
Gest. Bankinter	BK Dinero 4	0,15	9,2%	1.080	11.000
Renta 4	Renta 4 Eurocash	0,15	10,8%	150	4.200
Mutuactivos	Mutuafondo Dinero	0,14	10,9%	140	2.300

Este ilustrativo análisis parece confirmar que existe una gran oportunidad de asesoramiento financiero en el mercado español para ayudar a los clientes. También parece obvio que los modelos de asesoramiento que utilizan los distribuidores de éstos productos no se esfuerzan en demasía en “empujar” los fondos de baja comisión de gestión. Evidentemente les dejan mucha menos rentabilidad que los de alta comisión y por tanto les interesa menos venderlos. Siendo esto razonable desde el punto de vista del distribuidor/vendedor ¿no está reñido con el buen asesoramiento.

## **Referencias**

- Bogle (1999), *Common sense on Mutual Funds*, New York: John Wiley & Sons Inc.
- Campbell J.Y. y Viceira L.M. (2002), *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long Term Investors*, New York: Oxford University Press Inc.
- Casanueva (7/08/2004), *La revolución en los servicios financieros*, Madrid: El Mundo.
- Expansión (28/2/2004), *Tendencias en formación: asesoramiento y gestión comercial para la banca*.
- Kahneman D. y Tversky A. (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, 263-292.
- Malkiel B.G. (2003), *A Random Walk Down Wall Street*, New York: W. W. Norton & Company Inc.
- Manzano D., Valero F.J. (2005), *Guía del Sistema Financiero Español*, Madrid: Ediciones Empresa Global.
- Shefrin H. (2002), *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and the Psychology of Investing*, New York: Oxford University Press Inc.
- Shiller R.J. (2005), *Irrational Exuberance*, New Jersey: Princeton University Press.
- Siegel J. (1994), *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Markets Returns and Long-Term Investment Strategies*, New York: McGraw-Hill.
- Swensen D.F. (2005), *Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment*, New York: Simon & Schuster Inc.
- The Economist (14/10/2006), *Economics focus. Home truths: How much does housing wealth boost consumer spending?*.
- Vanguard Investments Europe (2005), *The role of inflation-linked securities in managing risk, Insights from Vanguard, Waterloo (Bélgica): The Vanguard Group*.