

EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN COMERCIALIZADOS EN ESPAÑA EN LA DÉCADA DE LOS NOVENTA

GARCIA CLAVEL, José Joaquín

Departamento de Métodos Cuantitativos para la Economía
Universidad de Murcia
jjgarvel@um.es

YÉLAMOS CASTRO, Manuel María

Departamento de Análisis de Caja Murcia
yelamos@cajamurcia.com

RESUMEN

En 2001 había 2.520 Fondos de Inversión domiciliados en España con un patrimonio de 177 millones de euros, con lo que existían más Fondos que empresas españolas cotizadas. Desde principios de los noventa no ha parado de crecer el número de Fondos, a pesar de los ciclos, a veces adversos, en los mercados de renta fija, variable y monetarios. Sin perjuicio de lo anterior, los vaivenes de los mercados sí que han influido en las preferencias de los inversores, decantándose éstos por una clase u otra de Fondos según se comportaran los mercados. El análisis de correspondencias permite una descripción muy clara del fenómeno.

Palabras clave: Fondos de Inversión, Análisis de Correspondencias, Instituciones de Inversión Colectiva.

1. Introducción

El sector de los Fondos de Inversión en España ha mostrado un gran dinamismo desde principios de los noventa hasta hoy, convirtiéndose en una sólida alternativa al ahorro tradicional. Buena parte de su éxito se debe a una acción legislativa profunda y eficaz y a la solidez de nuestros mercados financieros, fruto de una conjunción de factores como políticas presupuestarias ortodoxas, baja inflación, bajos tipos de interés, privatizaciones..., factores que nos han permitido situarnos en el grupo de países con mayor patrimonio invertido en Fondos de inversión en el mundo. Estos Fondos son Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante IIC) con una característica fundamental respecto a otras IIC: son patrimonios y no sociedades.

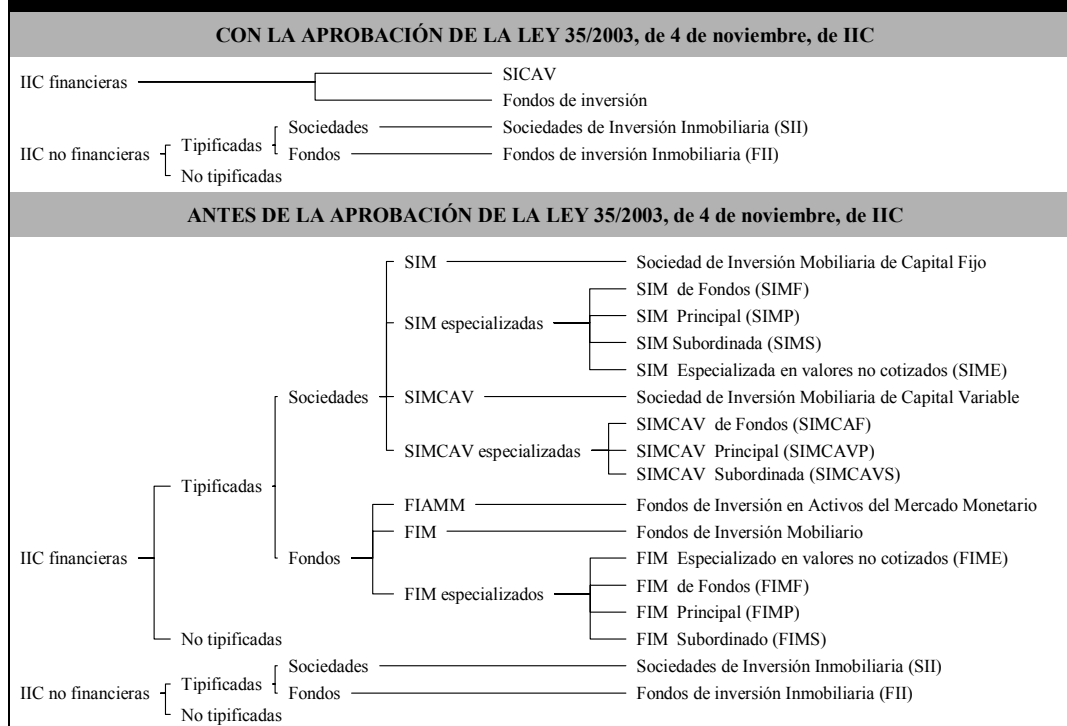
Antes de estudiar los Fondos de Inversión creemos conveniente explicar la familia a la que pertenecen. De esta forma, definiríamos las IIC como aquellos instrumentos financieros que agrupan el patrimonio de diferentes personas y lo invierten en determinados activos, con lo que los inversores buscarían conseguir un valor añadido superior al que conseguirían si lo invirtieran separadamente. La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, dice en su artículo 1 que “son IIC aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”.

La nueva Ley 35/2003 recoge un gran número de novedades con las que se pretenden conseguir tres objetivos fundamentales:

- Liberalizar la política de inversión de las IIC.
- Reforzar la protección a los inversores.
- Perfeccionar el régimen de intervención administrativa.

Una buena muestra de la clarificación que ha supuesto la nueva Ley 35/2003 se puede ver en la Tabla 1:

TABLA 1. CLASES DE IIC ANTES Y DESPUÉS DE LA APROBACIÓN DE LA LEY 35/2003



Fuente: Elaboración propia a partir de Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

A la vista de la Tabla 1 podemos comprobar que existen IIC financieras y no financieras, y que dentro de ellas se encuentran instituciones que son Sociudades y otras que son Fondos. Pues bien, nosotros nos centraremos en el estudio de los Fondos de Inversión financieros, que de ahora en adelante denominaremos Fondos de Inversión.

Se define Fondo de Inversión, según el artículo 3 de la Ley 35/2003 como aquellas “ IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos financieros (...) siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”.

Los Fondos de Inversión se pueden clasificar atendiendo a distintos criterios: por la naturaleza de los activos, por la distribución de beneficios, por la estrategia de gestión, o por la vocación inversora del Fondo, entre otros. La clasificación que utilizaremos en este estudio será por la vocación inversora, tal y como se muestra en la Tabla 2, donde se señalan además los aspectos más significativos de la composición de la cartera de cada Fondo.

TABLA 2. CLASES DE FONDOS DE INVERSIÓN SEGÚN SU VOCACIÓN INVERSORA

CATEGORÍA	Renta Fija Peso (%)	Duración Años	Renta Variable Peso (%)	Divisa no euro Peso (%)
FIAMM	100	<1,5	0	<5
FIAMM INTERNACIONAL	100	<1,5	0	>5
FIM RENTA FIJA CORTO PLAZO	100	<2	0	<5
FIM RENTA FIJA LARGO PLAZO	100	>2	0	<5
FIM RENTA FIJA INTERNACIONAL	100	-	0	>5
FIM RENTA VARIABLE NACIONAL	<25	-	>75	<30
FIM RENTA VARIABLE EURO	<25	-	>75	<30
FIM RENTA VARIABLE INTERNACIONAL EUROPA	<25	-	>75	>30
FIM RENTA VARIABLE INTERNACIONAL EE.UU.	<25	-	>75	>30
FIM RENTA VARIABLE INTERNACIONAL JAPÓN	<25	-	>75	>30
FIM RENTA VARIABLE INTERNACIONAL EMERGENTES	<25	-	>75	>30
FIM OTRA RENTA VARIABLE INTERNACIONAL	<25	-	>75	>30
FIM RENTA FIJA MIXTA	>70	-	<30	<5
FIM RENTA VARIABLE MIXTA	Del 25 al 70	-	Del 30 al 75	<30
FIM RENTA FIJA MIXTA INTERNACIONAL	>70	-	<30	>5
FIM RENTA VARIABLE MIXTA INTERNACIONAL	Del 25 al 70	-	Del 30 al 75	>30
FIM GARANTIZADO RENTA FIJA	-	-	-	-
FIM GARANTIZADO RENTA VARIABLE	-	-	-	-
FONDOS GLOBALES	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV (2002, p. 13)

En junio de 1999 la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, en adelante INVERCO, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en adelante CNMV, unificaron los criterios de clasificación de los Fondos. El enorme crecimiento de los mercados internacionales obligó a una revisión de las categorías hasta entonces utilizadas, dando lugar a partir de febrero de 2002 a una nueva clasificación con nuevas categorías en renta variable internacional. El criterio de

clasificación venía definido por la vocación inversora del Fondo, que se recogía en su Reglamento y Folleto informativo, y no por la composición de la cartera. Esto daba lugar a que un Fondo de Inversión no tuviera que cambiar de categoría cuando se produjeran situaciones transitorias en la composición de la cartera.

La clasificación recogida en la Tabla 2 es muy interesante porque facilita al inversor que éste tome conciencia de los riesgos que puede correr su inversión (CNMV, 2002, pp. 16 y 17):

- Riesgo de la renta variable: la cotización de las acciones está afecta a factores relacionados bien con el propio emisor bien con factores externos como el crecimiento económico, la evolución de los mercados internacionales o las expectativas de los inversores. El comportamiento de los tipos de interés también afecta a los títulos de renta variable, debido a que si aumentan los tipos de interés también se eleva el atractivo por la inversión en títulos de renta fija, lo que reduce la demanda de títulos de renta variable presionando a la baja su cotización. Una reducción de los tipos de interés podría provocar el efecto contrario. Los fondos que invierten plenamente en renta variable son conocidos como fondos de renta variable.
- Riesgo de la renta fija: la renta fija está afecta, en primer lugar, al riesgo de que el emisor no cumpla con sus obligaciones de pago, lo que se denomina riesgo de crédito o contraparte. Por otro lado también existe un riesgo de interés, que se pone de manifiesto en la relación negativa entre los tipos de interés y el precio de los activos de renta fija. Cuando se produce una subida de tipos de interés, un inversor está dispuesto a pagar menos por un título que ofrece una rentabilidad menor que la que se ofrece en el mercado. De igual modo, si se produce una bajada de tipos, el título de renta fija con un tipo superior al de mercado será muy codiciado, por lo que se estará dispuesto a pagar más por él, y su precio subirá. También hay que destacar que cuanto mayor sea el tiempo que resta para el vencimiento del título el riesgo de interés es mayor. Por ejemplo, si se produce una subida de tipos, y tenemos activos de renta fija que vencen a largo plazo, estaremos desaprovechando la oportunidad de obtener mayores rentabilidades porque

tenemos inmovilizado el dinero, y si para evitar lo anterior decidiéramos venderlo el posible comprador nos pagaría menos por ellos. Los fondos que invierten exclusivamente en renta fija se conocen como fondos de renta fija. Cuando además de invertir en renta fija lo hace en renta variable se conoce como fondos mixtos.

- Riesgo de tipo de cambio: que es el que se produce cuando se invierte en valores denominados en divisas distintas al euro. Un fondo valorado en una divisa distinta del euro, si se aprecia, está otorgando una rentabilidad positiva por efecto divisa. De la misma manera, en caso de depreciación de la divisa distinta del euro, produciría una merma en la rentabilidad por el efecto tipo de cambio.
- Riesgo país: es el riesgo por la inversión en países o regiones, entendido como conjunto de países, donde acontecimientos particulares de tipo político, social y económico pueden afectar a las inversiones en dichos lugares. Este riesgo se multiplica cuando la inversión se produce en países denominados emergentes¹.
- Otros riesgos: como los que se pueden producir por la inversión en derivados, que por un efecto apalancamiento, pueden multiplicar las ganancias, pero también las pérdidas. O también los que se pueden producir por la inversión en mercados no regulados, donde la falta de regulación puede provocar cierta indefensión que de lugar a pérdidas.

2. Panorama Europeo de los Fondos de Inversión

Antes de pasar a describir la evolución de los Fondos de Inversión en España desde los años 90, pensamos que puede resultar ilustrativo mostrar también la situación de este

¹ No existe uniformidad de criterios sobre qué se entiende por país emergente, sin embargo, en opinión de *Morgan Stanley Capital International Inc.* (MSCI) proveedor mundial líder en construcción e información acerca de índices globales y de referencia, para considerar a un país como emergente habrá que tener en cuenta una batería de factores como producto nacional bruto per cápita, legislación nacional, riesgo de inversión, límites a la propiedad extranjera y controles sobre el capital. Serán considerados como emergentes aquellos países que, teniendo en cuenta los factores anteriores, no alcancen unos determinados niveles. www.msci.com

instrumento financiero en otros países de nuestro entorno. En la Tabla 3 hemos recogido los países europeos con mayor patrimonio en Fondos de Inversión y de los que además conocemos su detalle por vocación inversora. Estos seis países agrupan el 25% del patrimonio mundial en Fondos, siendo EE.UU. el líder mundial con el 55% del patrimonio mundial.

TABLA 3: PATRIMONIO EN FONDOS DE INVERSIÓN EN ALGUNOS PAÍSES EUROPEOS (a 30-06-03) (en millones de euros)								
millones de €	RENTA VARIABLE	RENTA FIJA	MERCADO MONETARIO	MIXTOS	OTROS	TOTAL FONDOS	Nº FONDOS	PATRIMONIO MEDIO
Alemania	84.863	68.488	40.822	13.872	1.751	209.796	1.074	195
España	47.186	60.729	57.147	20.518	-1	185.579	2.494	74
Francia	186.300	160.000	336.900	186.500	-300	869.400	7.848	111
Italia	67.904	166.454	87.678	56.248	1	378.285	1.064	356
Luxemb.	225.930	380.353	83.913	58.100	50.460	798.756	6.715	119
Reino U.	210.074	70.756	1.738	26.936	-20.000	289.504	1.705	170

Fuente: Elaboración propia a partir de *Worldwide Mutual Fund Assets and Flows. Second Quarter 2003.*
www.ici.org

Si realizamos un estudio más detallado de la Tabla 3 observamos que cada país tiene sus propias preferencias, que recogemos y explicamos a continuación. Para empezar, el mercado de fondos del Reino Unido es especial con respecto al resto de Europa. Es el más desarrollado, aunque no sea el que más volumen gestione. Es un mercado maduro, más parecido al mercado de los EE.UU. que al resto de Europa. En cuanto al volumen patrimonial gestionado, la primera posición en el Reino Unido la ocupan las compañías de seguros, seguida por los fondos de pensiones, mientras que comparativamente los Fondos de Inversión ocupan una posición mucho más modesta. Existe una fuerte relación entre los Fondos de Inversión y los Fondos de Pensiones, debido a que los Fondos de Pensiones invierten parte de su patrimonio en Fondos de Inversión. El poco peso de los Fondos monetarios y mixtos puede ser debido al hecho de que al ser los Fondos de Pensiones y las compañías de seguros los principales inversores en Fondos

de Inversión, no invierten en activos con pocas posibilidades de revalorización, porque si lo hicieran la rentabilidad que otorgaría ese activo a la cartera se vería reducida además por las comisiones del Fondo. Por otro lado, el cliente minorista no invertirá en Fondos monetarios y mixtos porque su ahorro es más finalista, si es para invertir a corto plazo, a través de depósitos, y si es a largo plazo a través de planes de pensiones y seguros de vida.

En los países continentales europeos hay menor relación entre los Fondos de Inversión y los Fondos de Pensiones, debido a que el grueso de las pensiones son asumidas por los Estados, aunque poco a poco esta situación irá cambiando en la medida que se siga mejorando la fiscalidad, la flexibilidad, transparencia y competitividad de los Planes de Pensiones. Francia y Luxemburgo son mercados maduros, con tasas de crecimiento en patrimonio reducidas, mientras que España, Alemania e Italia son mercados de fondos menos maduros, con unas tasas de crecimiento más elevadas. Luxemburgo, pese a ser un país muy pequeño tiene un volumen muy grande de patrimonio en Fondos de Inversión, por lo que su caso también es muy particular. Esto se debe a que tiene una legislación fiscal muy permisiva, por lo cual la mayor parte de los instrumentos de inversión domiciliados en Luxemburgo están destinados a inversores internacionales. Según lo anterior, los inversores internacionales buscan productos sofisticados que su legislación o fiscalidad nacional no les permite crear en sus países de origen, por lo que no contratarán en Luxemburgo Fondos monetarios y tampoco mixtos, porque las gestoras y comercializadoras internacionales preferirán Fondos puros de renta fija o de renta variable, que son más fáciles de gestionar y de evaluar su éxito, y porque en todos los países de comercialización se pueden conseguir mediante la combinación de uno o varios Fondos de renta fija y de renta variable los mismos efectos que contratar directamente un Fondo mixto. En Francia, los Fondos de inversión son la principal forma de ahorro financiero, siendo los principales comercializadores y gestores los grupos bancarios, seguidos de compañías de seguros. Se está produciendo una reducción en la inversión en activos monetarios hacia la renta variable, donde se incluyen los Fondos garantizados, que invierten en gran medida en renta variable. A la vista de los datos podríamos decir que el inversor francés es conservador y además los contratos de gestión o mandatos están creciendo en importancia.

En Alemania la mayor parte de las inversiones se canalizan a través de los grupos aseguradores, que son los tradicionales proveedores de productos para la jubilación. En segundo lugar se colocan los Fondos de Inversión. Las inversiones de ambos grupos difieren: mientras que los grupos aseguradores invierten fundamentalmente en depósitos bancarios, los Fondos de Inversión invierten sobre todo en renta fija y en renta variable, además la renta variable ha aumentado su peso por el incremento en la cotización de las acciones. El menor peso de los Fondos monetarios puede ser debido a que el inversor alemán que quiera invertir en productos sin riesgo lo hace a través de productos de seguro, que como se ha dicho, invierten fundamentalmente en depósitos bancarios. La importancia de los Fondos de Inversión en Alemania se estima será cada vez mayor debido a que desde 1998 los Fondos de Inversión pueden tomar la forma de Fondos de Pensiones, haciendo la competencia a productos tradicionales de ahorro para la jubilación como los seguros de vida y los Fondos de Pensiones ofrecidos por las compañías aseguradoras. Finalmente en Italia los Fondos de Inversión son el principal instrumento de ahorro e inversión. Prácticamente la mitad del patrimonio en Fondos está invertido en activos nacionales y la otra mitad en internacionales. Con respecto a la renta fija nacional, ésta es fundamentalmente pública. Se manifiesta un gran crecimiento de la renta fija extranjera, seguramente renta fija privada con unos extratipos sobre la renta fija pública nacional.

Estadísticamente podríamos emplear un análisis de correspondencias simple para presentar más claramente estos resultados. Al igual que otros métodos factoriales, el Análisis de Correspondencias transforma una tabla con información numérica en un gráfico que facilita la interpretación de la tabla original. En concreto está especialmente diseñado para el análisis de tablas de contingencia, precisamente el contenido de nuestra Tabla 3. Hay varias maneras de definir esta técnica, la mayoría de ellas a partir de la descomposición de una matriz rectangular en sus valores singulares (SVD). Los lectores interesados en más detalles pueden consultar Greenacre (1994). Nosotros aquí simplemente presentamos sus características principales, aplicando el método a nuestros datos. La Figura 1 nos ofrece la solución para las dos primeras coordenadas que recogen el 89,9% del total de información de la tabla.

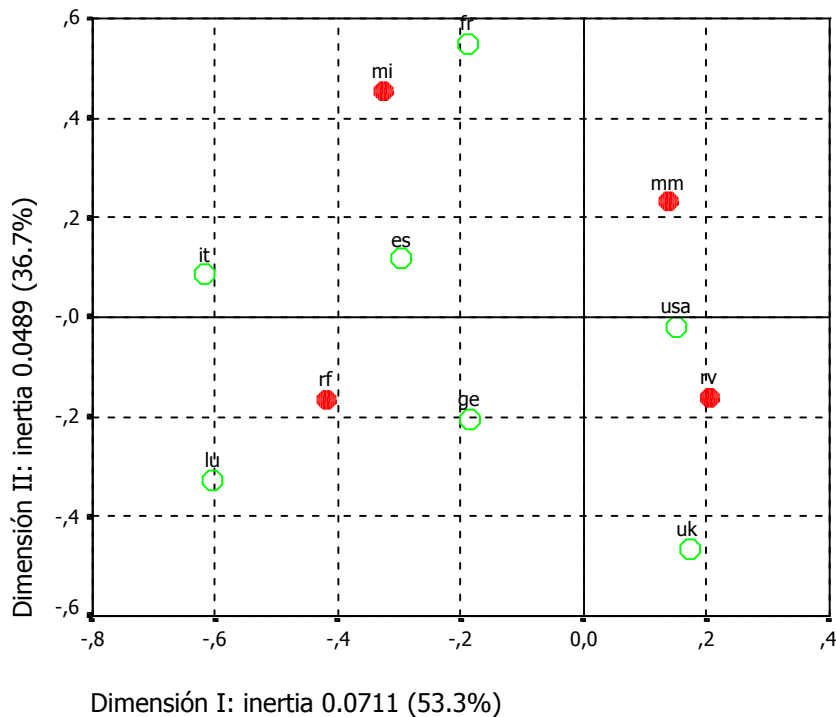


Figura 1. Análisis de correspondencias por países y clases de Fondos. *Leyenda:* Para las filas: **es** España; **it** Italia; **fr** Francia; **ge** Alemania; **lu** Luxemburgo; **uk** Reino Unido; **usa** EE.UU. Para las columnas: **rf** renta fija; **rv** renta variable; **mi** mixtos y **mm** mercado monetario.

Como se puede observar, el espacio está repartido horizontalmente entre los países anglosajones y el resto. Los primeros son proporcionalmente más habituales de los Fondos con renta variable y mercado monetario, mientras que Italia y Luxemburgo son los países en los que hay relativamente más Fondos de renta fija. Verticalmente, el espacio se caracteriza según sean más o menos frecuentes los Fondos mixtos. Como se puede observar, nuestro país presenta una distribución parecida a la de Italia.

3. Evolución en España de los Fondos de Inversión

Una vez visto en el apartado anterior cuál es la situación de los países de nuestro entorno, pasamos a estudiar la evolución de los Fondos según su vocación inversora en nuestro país. Este análisis de los Fondos junto con la evolución de los mercados lo queremos efectuar desde una doble perspectiva: por un lado, desde la óptica del patrimonio o volumen total gestionado por los Fondos, y en segundo lugar, en función

del número de partícipes en los Fondos vivos hasta el 31 de diciembre de 2001. Dejamos fuera por falta de espacio la evolución del número de Fondos ya que evidentemente existe una relación muy estrecha entre las tres magnitudes: el patrimonio, número de partícipes y número de Fondos vivos, lo que nos permite hacer extensivo cualquier comentario relacionado con cualquiera de estas tres magnitudes al resto.

Aunque los primeros Fondos de Inversión nacieron en España en 1964, analizaremos la evolución de los Fondos desde el año 1989, porque es en la última década del siglo XX cuando se produce el gran desarrollo de los Fondos de Inversión tanto en España como en el resto del mundo y porque retrotraernos más en el tiempo, en nuestra opinión, no va a permitirnos realizar comparaciones relevantes ni añadir elementos significativos.

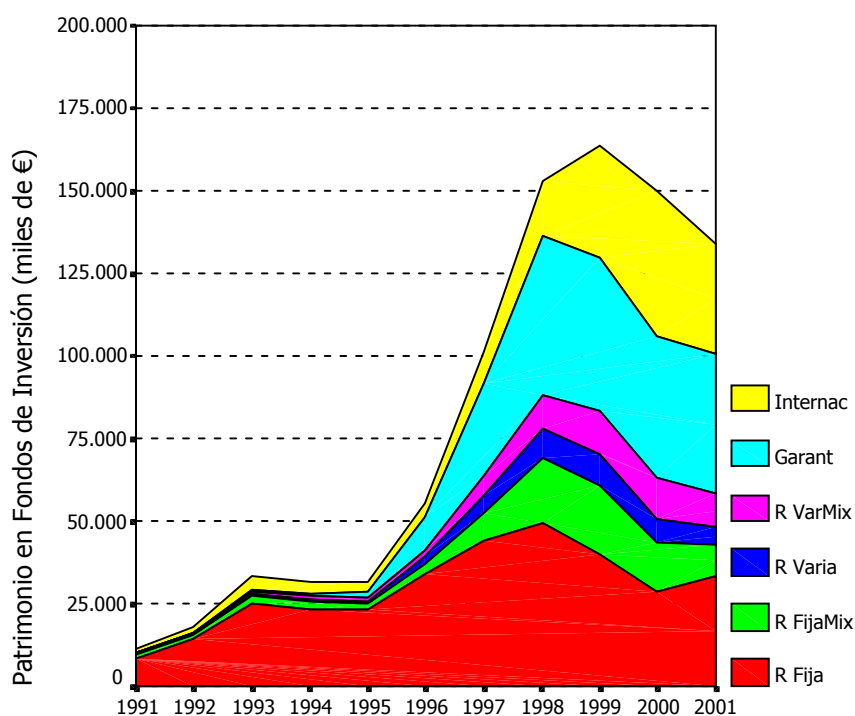


Figura 2. Evolución del patrimonio en Fondos por clases

Lo primero que nos llama la atención si observamos el Cuadro A del anexo y la Figura 2 es que en 1989 el patrimonio en Fondos apenas superaba los 5.000 millones de euros, mientras que en 2001 éste era superior a los 177.000 millones de euros. El crecimiento, tal y como se observa, es impresionante, y pone de manifiesto cómo los Fondos de

Inversión se han convertido en uno de los instrumentos de inversión preferidos por los inversores españoles. A esto han contribuido las mejoras en la fiscalidad aplicable² a estos productos, su liquidez, la mayor protección al partícipe, el crecimiento económico nacional y de las familias, y por supuesto, la apuesta comercial por parte de las entidades financieras y el aumento de la cultura financiera de los inversores.

Si distinguimos entre los Fondos monetarios y el resto, hasta 1996 los volúmenes gestionados por los Fondos monetarios eran similares, por no decir que superaban, a los gestionados por los el resto de Fondos. A partir de esta fecha se produce un fuerte crecimiento en los Fondos no monetarios, superiores al 50% durante tres años consecutivos, circunstancia que no se dio en los Fondos monetarios. Las diferencias que se manifestaron en estos tres años se mantienen aún hoy. La razón se debió a que a partir de 1996 se produjo una rebaja de los tipos de interés como consecuencia del esfuerzo que España tuvo que hacer para cumplir los requisitos de la primera fase de la Unión Europea, lo que permitió a las empresas abaratar su financiación, que era básicamente bancaria, y consiguió mejorar las expectativas de beneficios de las empresas, lógicamente, también de las empresas que cotizaban en los mercados de renta variable. Estas mejoras en las expectativas dieron lugar a un aumento en la cotización de las empresas, lo que produjo un aumento en el valor de la cartera de renta variable de los Fondos de Inversión, y por tanto del patrimonio gestionado por los Fondos. Las altas rentabilidades que se consiguieron en los Fondos que invertían en renta variable, animaron a muchos inversores a invertir en Fondos de Renta Variable, Renta Variable Mixta y Renta Fija Mixta, lo que produjo una entrada de “dinero nuevo” en la Bolsa, lo que incrementó aún más el valor de las acciones.

² Como ejemplo de mejora fiscal podemos citar el caso de la Ley 46/2002, de 18 de diciembre, de reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, por la que se modifican las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades y sobre la Renta de no Residentes. Entró en vigor el 1 de enero de 2003 y la principal novedad es que permite el traspaso de los ahorros en Fondos de inversión de un partícipe a otros Fondos sin tener que tributar por las plusvalías latentes, manteniéndose la antigüedad de las participaciones del fondo de origen. Además, las plusvalías de participaciones con más de un año y un día pasaban a tributar a un tipo fijo del 15%, cuando con la anterior ley era un 20%. La retención aplicable a las rentas obtenidas por el reembolso de participaciones de Fondos de inversión pasaba a ser también del 15%, cuando anteriormente también era de un 20%.

Por esto se explica que el patrimonio de los Fondos de Renta Variable creciera en 1996 un 108,71%, en 1997 un 176,22% y en 1998 un 60,85%; el de Renta Variable Mixta en 1996 un 95,96%, en 1997 un 211,74% y en 1998 un 73,19%; y el de Renta Fija Mixta en 1996 un 77,40%, en 1997 un 170,94% y en 1998 un 126,07%. Los buenos resultados conseguidos por los Fondos Mixtos se debían, además de al buen comportamiento de la renta variable, a que la parte de renta fija que gestionaban tenía unos tipos superiores a los que existían en ese momento en el mercado, lo que significaba que en aquella ocasión el riesgo de tipo de interés estuviera del lado de los partícipes.

El mayor volumen gestionado por los Fondos se produjo en 1999. Todavía los FI no monetarios seguían creciendo aunque a unas tasas muy modestas. En 2000 disminuyó el patrimonio de los Fondos un 11,29%, debido a una reducción del patrimonio tanto de los Fondos monetarios como de los no monetarios. Este mal comportamiento fue debido, por un lado, a la incertidumbre en las Bolsas, lo que redujo las cotizaciones de las acciones, minusvalorando la cartera de renta variable de los Fondos. Ante esta situación, también se produjeron reembolsos de Fondos, con lo que afloró “papel” al mercado tirando a la baja la cotización de las acciones, reduciendo aún más el valor de la cartera de renta variable de los Fondos. Por otro lado, los repuntes en los tipos de interés hicieron más atractiva la inversión directa en depósitos y no en Fondos monetarios o Fondos de Renta Fija. Igualmente, los repuntes en los tipos hicieron que éstos fueran superiores a los que tenían los Fondos en su cartera de renta fija, por lo que se produjo una reducción en el valor patrimonial de estos Fondos. En este caso, el riesgo de interés se volvió en contra de los partícipes.

En 2001 el patrimonio de los Fondos de Inversión continuó bajando, pero esta vez sólo un 2,87%. El patrimonio de los FIM sufrió una mayor caída que el año anterior, fundamentalmente por la inestabilidad de la renta variable, mientras que los Fondos monetarios incrementaron su patrimonio un 31,36%, debido a que las bajadas de los tipos de interés hicieron que los inversores se fijasen cada vez más en activos seguros y con ventajas fiscales.

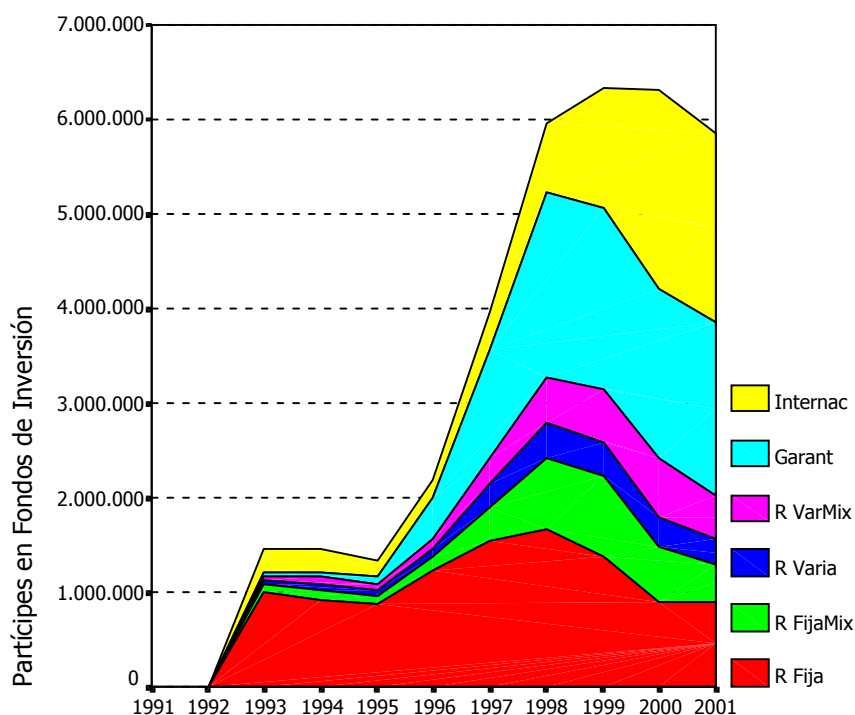


Figura 3. Evolución de los participes en Fondos por clases

Como se puede observar en el Cuadro B del anexo y la Figura 3, los participes de Fondos de Inversión en España en 2001 rozaron los siete millones y medio, cuando en 1989 apenas superaban los quinientos mil. Vemos, pues, otra prueba más del éxito de los Fondos en España.

Existe una total sincronía entre la variación del número de participes de los Fondos de Renta Fija y la evolución de los tipos de interés. Una parte muy importante de los inversores que entraron en 1994 en Fondos de Renta Fija se encontraron cómo a final de año el valor de sus participaciones era menor que en el momento de su suscripción. La

subida de los tipos de interés hizo que el valor de los Fondos de Renta Fija disminuyese, porque su cartera de renta fija estaba compuesta por títulos que tenían unos tipos de interés inferiores a los que existían en ese momento en el mercado. Ante esta situación, muchos partícipes abandonaron en 1994 estos Fondos, disminuyendo el número de partícipes de Fondos de Renta Fija un 7,35%.

Éste fue un momento fundamental en la historia de los Fondos en España por varias razones. En primer lugar muchos partícipes pensaban que los Fondos de Renta Fija no podían tener rentabilidades negativas, porque asociaron el adjetivo fijo a seguridad, con lo que pensaban que su Fondo no estaba sujeto a los cambios en los mercados y nunca podía perder dinero. De hecho, si estos partícipes no hubieran abandonado sus posiciones en Fondos de Renta Fija, las pérdidas, que nunca son reales hasta que no se reembolsan las participaciones, se hubiesen disipado y se hubiesen convertido en beneficios, debido a que los esfuerzos de convergencia para la incorporación de España a la Unión Europea produjeron una disminución de los tipos de interés. Finalmente, las redes comerciales de las entidades financieras se encontraron con una fuerte presión por parte de sus clientes, porque éstos no estaban dispuestos a asumir esas pérdidas porque creían, no sólo ellos sino en muchos casos los propios comerciales, que los Fondos de Renta Fija no podían tener rentabilidades negativas. Ante esta situación, y para evitar perder a muchos partícipes como clientes, las entidades soportaron las pérdidas en Fondos de Renta Fija de muchos de éstos.

A finales de 1999 y en 2000 se produjo otro incremento de los tipos de interés, reduciéndose de nuevo el número de partícipes en esta clase de Fondos, un 17,51% en 1999 y un 35,44% en 2000. Por último de 2000 a 2002 asistimos a un fuerte retroceso en las magnitudes de los Fondos debido a la explosión de la burbuja tecnológica, a la incertidumbre provocada por el terrorismo internacional y al enfriamiento en los ritmos de crecimiento, en algunos casos incluso recesión, de las principales economías internacionales.

4. Una revisión de la evolución de los Fondos de Inversión en España

La información del apartado anterior ha señalado las principales características globales de la evolución en la década, pero nosotros estamos interesados en una visión más

pormenorizada. Si atendemos a las tasas de variación de número de Fondos, los Fondos estrella son: desde 1994 hasta 1997 los Fondos Garantizados, con tasas de crecimiento del 100% en 1994, 168,75% en 1995, 206,98% en 1996 y 183,33% en 1997; y desde 1998 hasta hoy los Fondos Internacionales, con crecimientos del 58,08% en 1998, 62,30% en 1999, 39,96% en 2000 y 14,91% en 2001.

Los Fondos Garantizados son Fondos en los que se garantiza al partícipe todo su capital invertido, pudiendo recibir además una rentabilidad adicional, rentabilidad que normalmente estará en función del comportamiento de uno o de varios índices. Esta garantía al partícipe se consigue mediante la inversión, por parte del gestor, de la mayor parte del patrimonio del Fondo en un título de renta fija cuyo valor a vencimiento coincide con el capital garantizado, invirtiéndose el patrimonio restante en derivados, que será lo que proporcione esa rentabilidad adicional, aunque ésta normalmente no suele ser muy significativa.

Esta combinación de renta fija y derivados, necesaria para garantizar el capital de los partícipes y buscar una rentabilidad adicional, exige, para cumplir sus fines, que el patrimonio del Fondo permanezca lo más inalterado posible, por lo que se necesita un efecto disuasorio para evitar entradas y salidas patrimoniales, lo que se consigue mediante la fijación de comisiones de suscripción y reembolso elevadas durante el período de garantía. Por esta razón, si existe demanda suficiente, las Gestoras no dudan en lanzar en un mismo año varios Fondos Garantizados, a diferencia de lo que ocurre con los Fondos no garantizados en los que se pueden sumar nuevas suscripciones (y también reembolsos) en cualquier momento.

Inicialmente los únicos Fondos Garantizados que se comercializaban, por razones normativas, eran los de renta fija. A partir de 1997 los Fondos Garantizados de Renta Variable comienzan a comercializarse de forma masiva, no sólo porque es un producto donde el partícipe puede conseguir una rentabilidad interesante ligada a una evolución bursátil determinada sin asumir riesgos puesto que tiene asegurada a vencimiento su inversión, sino también porque las entidades comercializadoras se aseguran cobrar durante años un porcentaje de la comisión de gestión y de depositaría, porcentaje que se aplica sobre el patrimonio existente en el fondo, patrimonio que suele permanecer

inalterado gracias a la barrera de salida que supone las comisiones de reembolso. Esta mayor demanda de Fondos Garantizados ha obligado a una mayor especialización debido a la fuerte competencia entre las Gestoras y entidades comercializadoras.

Con respecto a los Fondos Internacionales, es necesario destacar la importancia creciente de estos Fondos, lo que muestra el mayor grado de cultura financiera del inversor español, y también cómo el gestor de Fondos, gracias a una legislación más permisiva con la inversión en activos extranjeros, diversifica la cartera del Fondo invirtiendo en el extranjero, buscando con ello reducir el riesgo de su cartera y encontrar mejores oportunidades de inversión que posibiliten mayores rentabilidades.

Otra razón que justifica el notable crecimiento de los Fondos Internacionales es el hecho de que los Fondos que invierten en valores tecnológicos están englobados en la categoría de renta variable internacional de INVERCO. El buen comportamiento de estos valores (al período 1997-2000 se le conoce como *boom* tecnológico), aumentó la demanda de inversión en ellos, con lo que se incrementaron notablemente los Fondos llamados tecnológicos, y por extensión, las cifras de los Fondos Internacionales.

A pesar de todos estos vaivenes creemos que los Fondos de inversión continuarán siendo uno de los productos más demandados por los inversores españoles. También se manifiesta claramente el conservadurismo del inversor español, que se decanta por la inversión en Fondos de Renta Fija, Fondos Garantizados y Fondos Monetarios.

Para ver gráficamente esta evolución podemos recurrir de nuevo al Análisis de Correspondencias. El resultado está en la Figura 4, y contiene más del 95% de la información original.

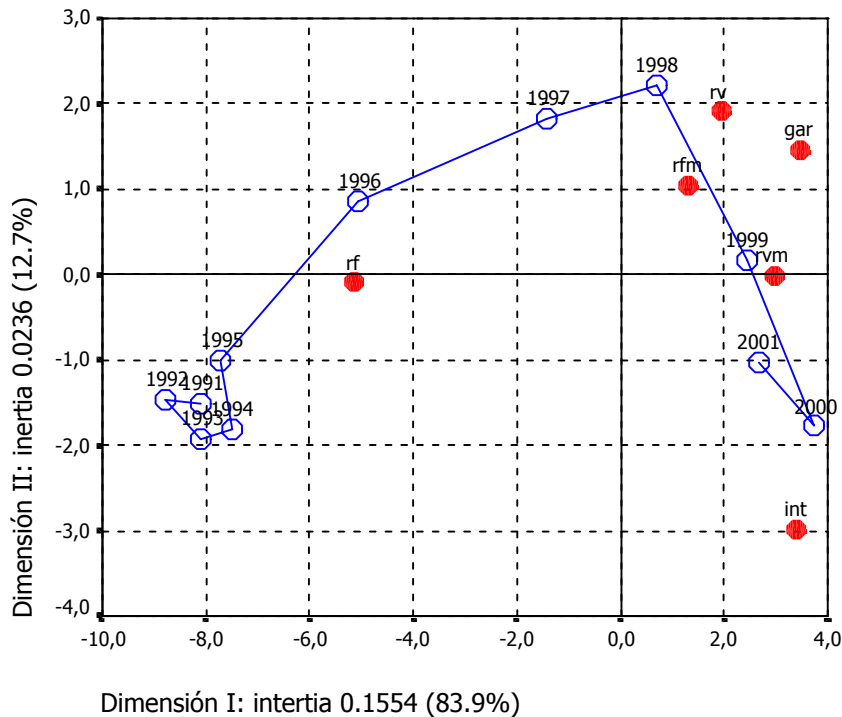


Figura 4. Análisis de correspondencias por año y tipos de Fondos

Como vemos, es clarísima la evolución desde los Fondos de renta fija al resto. Incluso, es muy significativo lo que ocurre en 2000, momento en el que los Fondos internacionales experimentaron una gran subida que después no se continuó en 2001. Ñ

5. Conclusiones

Los Fondos de Inversión han experimentado un comportamiento muy interesante a lo largo de la última década. Aunque este trabajo es tan sólo una primera aproximación al tema, ya se pone de manifiesto el impacto que las diferentes normativas tienen a la hora de estudiar el comportamiento de los Fondos. El recurso al Análisis de Correspondencias ha permitido ilustrar los resultados obtenidos y posibilita avanzar en el estudio de fenómenos más complejos que esperamos analizar en un futuro próximo.

6. Bibliografía

1. Aczél, J. (1987): *A Short Course on Functional Equations*, Reidel, Dordrech.

2. Clark, S. A. (1993): “The Valuation Problem in Arbitrage Price Theory”. *Journal of Mathematical Economics* , 22, pp. 463-478.
3. CNMV (2002): “Qué debe saber de... Los fondos de inversión y la inversión”, *Guía Informativa de la CNMV*, Madrid.
5. Greenacre, M (1994): “Correspondence Analysis and its Interpretation”, in *Correspondence Analysis in the Social Sciences*, edited by Greenacre, M. and Blasius, J. London, Academic Press.
4. Investment Company Institute (2003): *Worldwide Mutual Fund Assets and Flows. Second Quarter 2003*, www.ici.org.
5. Ley 46/2002, de 18 de diciembre, de reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, por la que se modifican las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades y sobre la Renta de no Residentes
6. Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.
7. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

7. Anexo:

CUADRO A. PATRIMONIO DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA (datos a fin de año)									
En miles de euros	RENDA FIJA	RENDA FIJA MIXTA	RENDA VARIABLE MIXTA	RENDA VARIABLE	INTERNACIONALES	GARANTIZADOS	Total no monetarios	Monetarios	TOTAL FONDOS
1989 Patrimonio							3.248.813	1.978.646	5.227.459
Variación									
Tasa Variación									
1990 Patrimonio							3.262.366	3.724.604	6.986.970
Variación							13.553	1.745.958	1.759.511
Tasa Variación							0,42%	88,24%	33,62%
1991 Patrimonio	8.565.702	1.181.871	284.542	141.939	1.192.909	135.256	11.502.219	11.690.376	23.192.595
Variación							8.239.853	7.965.772	16.205.625
Tasa Variación							252,57%	213,87%	231,94%
1992 Patrimonio	14.077.393	1.489.975	336.823	149.360	1.657.332	286.327	17.997.210	19.673.180	37.670.390
Variación	5.511.691	308.104	52.281	7.421	464.423	151.071	6.494.991	7.982.804	14.477.795
Tasa Variación	64,35%	26,07%	18,37%	5,23%	38,93%	111,69%	56,47%	68,29%	82,42%
1993 Patrimonio	25.090.910	2.362.239	748.486	484.631	3.985.909	676.839	33.349.013	28.104.574	61.453.587
Variación	11.013.517	872.264	411.663	335.271	2.328.577	390.512	15.351.803	8.431.394	23.783.197
Tasa Variación	78,24%	58,54%	122,22%	224,47%	140,50%	136,39%	85,30%	42,86%	63,13%
1994 Patrimonio	22.925.636	2.379.012	1.148.972	817.469	3.881.922	623.949	31.776.959	35.594.303	67.371.262
Variación	-2.165.274	16.773	400.486	332.838	-103.987	-52.890	-1.572.054	7.489.729	5.917.675
Tasa Variación	-8,63%	0,71%	53,51%	68,68%	-2,61%	-7,81%	-4,71%	26,65%	9,63%
1995 Patrimonio	23.072.184	1.764.058	977.137	986.312	2.938.853	1.646.684	31.385.227	41.918.776	73.304.003
Variación	146.548	-614.954	-171.835	168.843	-943.069	1.022.735	-391.732	6.324.473	5.932.741
Tasa Variación	0,64%	-25,85%	-14,96%	20,65%	-24,29%	163,91%	-1,23%	17,77%	8,81%
1996 Patrimonio	33.882.913	3.129.465	1.914.816	2.058.542	3.938.203	10.433.742	55.357.680	57.032.333	112.390.013
Variación	10.810.729	1.365.407	937.679	1.072.230	999.350	8.787.058	23.972.453	15.113.557	39.086.010
Tasa Variación	46,86%	77,40%	95,96%	108,71%	34,00%	533,62%	76,38%	36,05%	53,32%
1997 Patrimonio	43.846.729	8.479.063	5.969.318	5.686.014	9.229.104	27.928.006	101.138.235	61.238.460	162.376.695
Variación	9.963.816	5.349.598	4.054.502	3.627.472	5.290.901	17.494.264	45.780.555	4.206.127	49.986.682
Tasa Variación	29,41%	170,94%	211,74%	176,22%	134,35%	167,67%	82,70%	7,37%	44,48%
1998 Patrimonio	49.642.937	19.168.430	10.338.388	9.145.729	16.722.011	47.780.049	152.797.543	50.902.876	203.700.419
Variación	5.796.208	10.689.367	4.369.070	3.459.715	7.492.907	19.852.043	51.659.308	-10.335.584	41.323.724
Tasa Variación	13,22%	126,07%	73,19%	60,85%	81,19%	71,08%	51,08%	-16,88%	25,45%
1999 Patrimonio	39.681.245	20.982.445	13.106.205	9.403.970	33.587.497	46.857.032	163.618.392	42.613.050	206.231.442
Variación	-9.961.692	1.814.015	2.767.817	258.241	16.865.486	-923.017	10.820.849	-8.289.826	2.531.023
Tasa Variación	-20,07%	9,46%	26,77%	2,82%	100,86%	-1,93%	7,08%	-16,29%	1,24%
2000 Patrimonio	28.492.359	15.031.316	12.588.401	6.947.250	43.550.631	43.137.233	149.747.189	33.378.512	183.125.701
Variación	-11.188.886	-5.951.129	-517.804	-2.456.720	9.963.134	-3.719.799	-13.871.203	-9.234.538	-23.105.741
Tasa Variación	-28,20%	-28,36%	-3,95%	-26,12%	29,66%	-7,94%	-8,48%	-21,67%	-11,20%
2001 Patrimonio	33.485.558	9.109.300	9.912.917	5.650.810	33.452.112	42.413.036	134.023.733	43.847.475	177.871.208
Variación	4.993.199	-5.922.016	-2.675.484	-1.296.440	-10.098.519	-724.197	-15.723.456	10.468.963	-5.254.493
Tasa Variación	17,52%	-39,40%	-21,25%	-18,66%	-23,19%	-1,68%	-10,50%	31,36%	-2,87%

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en www.inverco.es

CUADRO B. NÚMERO DE PARTÍCIPES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA
(datos a fin de año)

En miles de euros	RENDA FIJA	RENDA FIJA MIXTA	RENDA VARIABLE MIXTA	RENDA VARIABLE	INTERNACIONALES	GARANTIZADOS	Total no monetarios	Monetarios	TOTAL FONDOS
1989 Patrimonio							446.684	104.199	550.883
Variación									
Tasa Variación									
1990 Patrimonio							376.165	193.800	569.965
Variación							-70.519	89.601	19.082
Tasa Variación							-15,79%	85,99%	3,46%
1991 Patrimonio							663.152	482.017	1.145.169
Variación							286.987	288.217	575.204
Tasa Variación							76,29%	148,72%	100,92%
1992 Patrimonio							900.378	776.845	1.677.223
Variación							237.226	294.828	532.054
Tasa Variación							35,77%	61,17%	46,46%
1993 Patrimonio	990.791	94.788	49.287	36.240	238.874	46.293	1.456.273	1.084.636	2.540.909
Variación							555.895	307.791	863.686
Tasa Variación							61,74%	39,62%	51,50%
1994 Patrimonio	917.957	105.438	79.639	63.330	244.759	43.955	1.455.078	1.332.626	2.787.704
Variación	-72.834	10.650	30.352	27.090	5.885	-2.338	-1.195	247.990	246.795
Tasa Variación	-7,35%	11,24%	61,58%	74,75%	2,46%	-5,05%	-0,08%	22,86%	9,71%
1995 Patrimonio	885.287	80.301	61.367	61.259	172.896	78.161	1.339.271	1.604.567	2.943.838
Variación	-32.670	-25.137	-18.272	-2.071	-71.863	34.206	-115.807	271.941	156.134
Tasa Variación	-3,56%	-23,84%	-22,94%	-3,27%	-29,36%	77,82%	-7,96%	20,41%	5,60%
1996 Patrimonio	1.239.122	132.544	96.040	91.879	184.843	435.452	2.179.880	2.109.880	4.289.760
Variación	353.835	52.243	34.673	30.620	11.947	357.291	840.609	505.313	1.345.922
Tasa Variación	39,97%	65,06%	56,50%	49,98%	6,91%	457,12%	62,77%	31,49%	45,72%
1997 Patrimonio	1.545.955	356.070	274.884	241.190	407.517	1.138.619	3.964.235	2.278.612	6.242.847
Variación	306.833	223.526	178.844	149.311	222.674	703.167	1.784.355	168.732	1.953.087
Tasa Variación	24,76%	168,64%	186,22%	162,51%	120,47%	161,48%	81,86%	8,00%	45,53%
1998 Patrimonio	1.668.403	745.754	473.200	380.465	727.257	1.960.493	5.955.572	2.028.293	7.983.865
Variación	122.448	389.684	198.316	139.275	319.740	821.874	1.991.337	-250.319	1.741.018
Tasa Variación	7,92%	109,44%	72,15%	57,74%	78,46%	72,18%	50,23%	-10,99%	27,89%
1999 Patrimonio	1.376.211	859.271	548.211	352.358	1.280.011	1.919.764	6.335.826	1.674.832	8.010.658
Variación	-292.192	113.517	75.011	-28.107	552.754	-40.729	380.254	-353.461	26.793
Tasa Variación	-17,51%	15,22%	15,85%	-7,39%	76,01%	-2,08%	6,38%	-17,43%	0,34%
2000 Patrimonio	888.435	595.524	632.410	302.286	2.108.018	1.796.057	6.322.730	1.332.646	7.655.376
Variación	-487.776	-263.747	84.199	-50.072	828.007	-123.707	-13.096	-342.186	-355.282
Tasa Variación	-35,44%	-30,69%	15,36%	-14,21%	64,69%	-6,44%	-0,21%	-20,43%	-4,44%
2001 Patrimonio	902.603	384.810	467.087	273.334	2.010.084	1.820.329	5.858.247	1.597.504	7.455.751
Variación	14.168	-210.714	-165.323	-28.952	-97.934	24.272	-464.483	264.858	-199.625
Tasa Variación	1,59%	-35,38%	-26,14%	-9,58%	-4,65%	1,35%	-7,35%	19,87%	-2,61%

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en www.inverco.es