

BANCO DE ESPAÑA

LOS FONDOS DE INVERSION EN ESPAÑA

Víctor García-Vaquero

SERVICIO DE ESTUDIOS
Documento de Trabajo nº 9202

BANCO DE ESPAÑA

LOS FONDOS DE INVERSION EN ESPAÑA

Víctor García-Vaquero (*)

(*) Quiero agradecer las opiniones y sugerencias recibidas de F. Gutiérrez, J. Pérez, P. Martínez Méndez, J. L. Malo de Molina, B. Sanz, E. Fernández, C. Chuliá, F. Tejada, M. A. Menéndez, C. Fernández-Rubies, E. Thomas, R. Domínguez y J. C. Casado, y a M. P. Magán, por su labor mecanográfica.

Una versión simplificada de este trabajo fue publicada en el *Boletín Económico* del Banco de España, de diciembre de 1991, así como en la edición trimestral en inglés de dicho Boletín del mes de enero de 1992.

SERVICIO DE ESTUDIOS
Documento de Trabajo nº 9202

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-140-2

Depósito legal: M-4198-1992

Imprenta del Banco de España

I N D I C E

1. Introducción.
2. Los fondos de inversión en el marco de la inversión colectiva.
3. Descripción de los fondos de inversión
 - 3.1. Tipología de los fondos
 - 3.2. Las participaciones de fondos de inversión como instrumento financiero
4. Evolución reciente de los fondos de inversión
 - 4.1. Rentabilidad de los fondos de inversión
 - 4.2. Los fondos de inversión mobiliaria (FIM)
 - 4.3. Los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM)
5. Los agregados monetarios y los fondos de inversión
6. Perspectivas y conclusiones

1. Introducción

Los fondos de inversión mobiliaria son patrimonios colectivos que reúnen las aportaciones dinerarias realizadas por inversores individuales, cuya gestión en común encomiendan a un "agente": la sociedad gestora del fondo de inversión; en ellos existe libertad de entrada y salida de partícipes al precio corriente (según valor de mercado) de sus derechos o participaciones en dicha cartera. Su objetivo es mejorar la rentabilidad y la seguridad del ahorro, beneficiándose de las economías de escala que ofrece la gestión mayorista de patrimonios. Así, los ahorradores, a partir de aportaciones relativamente modestas, con las que llega a constituirse un patrimonio amplio, y a través de una administración profesionalizada, pueden acceder a los mercados monetarios y de valores, más rentables que los intermediados, aunque demasiado complejos e inciertos para el pequeño inversor. De esta forma, consiguen colocaciones de su ahorro más diversificadas y rendimientos menos variables que invirtiendo de forma individual, al imputarse a los partícipes los resultados colectivos de la institución en cuestión.

Recientemente viene observándose un aumento de la preferencia del público por los fondos de inversión. La alta rentabilidad y la fiscalidad favorable han influido decisivamente en la tendencia del público a mantener una parte creciente de su riqueza financiera en este tipo de instituciones de inversión colectiva. Este comportamiento está originando ciertos cambios en la composición de las carteras de familias y empresas que pueden afectar a la demanda de activos financieros en su conjunto y a la evolución futura de los mercados de valores.

Este artículo pretende describir los aspectos fundamentales y la evolución reciente de los fondos de inversión colectiva, determinar el volumen de ahorro canalizado por estas instituciones y valorar los efectos que pudieran tener sobre la estructura de negocio de las entidades de

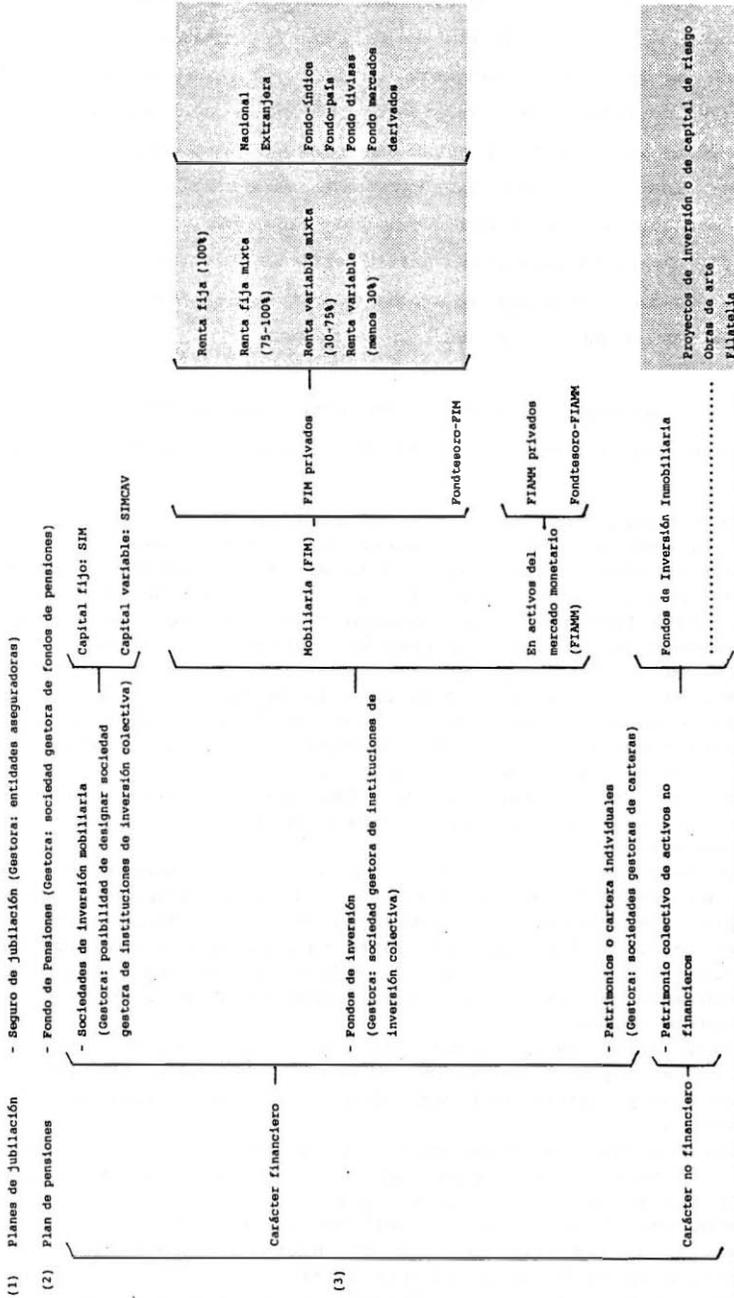
crédito y sobre las sociedades de valores y sobre la liquidez y la dimensión de los mercados financieros, así como las implicaciones sobre el proceso del control monetario.

El segundo epígrafe se dedica a situar los fondos de inversión dentro del panorama de la inversión colectiva en un sentido amplio, especificando las instituciones más representativas y describiendo sus aspectos más destacables. En el tercero se hace una exposición extensa de su tipología y de sus características. En el cuarto epígrafe se aborda un examen detallado de la evolución reciente de estas instituciones en España, y se compara con la de otros países de su entorno. En el quinto se profundiza en la evolución de sus carteras y en sus implicaciones sobre la interpretación de los agregados monetarios. En el sexto y último epígrafe se resumen las perspectivas y las conclusiones.

2. Los fondos de inversión en el marco de la inversión colectiva

Tradicionalmente se han considerado instituciones de inversión colectiva todas aquellas que invierten en forma conjunta los flujos aportados individualmente por sus socios o partícipes e imputan a éstos los resultados colectivos en función de su participación. En esta definición tiene cabida una amplia gama de instituciones que comercializan instrumentos de ahorro-inversión y que reúnen los fondos individuales aportados para una gestión unitaria, tales como fondos de pensiones, planes de jubilación, sociedades y fondos de inversión mobiliaria, inmobiliaria, o de capital de riesgo, o las sociedades de comunidad de bienes; a diferencia de ellas, las sociedades gestoras de carteras se caracterizan por actuar como "agentes" en la gestión diferenciada de patrimonios individuales, si bien con los beneficios de una gestión especializada que alcanza algunos de los beneficios de la inversión colectiva (véase cuadro 1). En España, después de un período de transitoriedad, el marco jurídico de estas instituciones en general, y de los fondos de inversión en particular, se ha establecido con un extenso

Cuadro 1. Tipología de las instituciones y gestoras de inversión colectiva en España



(1) Acogidos a la Ley del Seguro Privado

(2) Acogidos a la Ley y Reglamento de planes y fondos de pensiones

(3) Tipología de instituciones de inversión colectiva (IIC) según la Ley 46/1984 y RD 1393/1990

□ : No corresponde a una clasificación legal

y preciso desarrollo¹. La legislación actual sólo reconoce parte de las figuras anteriormente referidas como instituciones de inversión colectiva. Estas, pueden ser de dos clases: en activos de carácter no financiero y en activos de carácter financiero. Entre las primeras se encuentran aquellas que invierten o gestionan activos como inmuebles, obras de arte, proyectos de negocio, etc.. y entre las segundas la normativa recoge las siguientes: las sociedades de inversión mobiliaria, los fondos de inversión mobiliaria y otras entidades que reúnen públicamente fondos para gestionarlos de forma agregada, atribuyendo al inversor los resultados colectivos mediante fórmulas jurídicas distintas del contrato de sociedad (cuentas de participación, comunidad de bienes, etc.).

Sin embargo, existen, como antes se ha mencionado, otras entidades que por su cometido o por su concepción pudieran englobarse

¹ Las disposiciones aplicables a estas materias son:

- Ley 46/1984 de 26 de diciembre de instituciones de inversión colectiva (modificada en algunos temas por la disposición adicional 6ª de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores).
- R.D. 1393/1990 de 2 de noviembre por el que se aprueba el Reglamento de las instituciones de inversión colectiva.
- Orden de 7 de junio de 1990 sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado.
- Orden de 20 de diciembre de 1990 que habilita a la CNMV para dictar disposiciones en materia de información y normas contables de las instituciones de inversión colectiva.
- Orden de 26 de febrero de 1991 sobre inversiones de las instituciones de inversión colectiva en títulos del mercado hipotecario.
- Orden de 31 de julio de 1991 sobre cesión de valores en préstamo por las instituciones de inversión colectiva y régimen de recursos propios, de información y contables de las sociedades gestoras.
- Orden de 31 de julio de 1991 sobre valores de elevada liquidez.
- Circular 7/1990 de 27 de diciembre de la CNMV sobre normas contables y estados financieros reservados de instituciones de inversión colectiva.
- Circular 8/1990 de 27 de diciembre de la CNMV, sobre determinación del valor liquidativo de los fondos de inversión y coeficientes operativos y límites de inversión de las instituciones de inversión colectiva.
- Circular 1/1991 de 23 de enero, de la CNMV sobre el contenido de los informes trimestrales de las instituciones de inversión colectiva a sus socios y partícipes.
- Acuerdo del Consejo de la CNMV de 26 de marzo de 1991 sobre inversión de las instituciones de inversión colectiva en valores cotizados en la Bolsa de valores de Méjico.
- Directivas comunitarias del Consejo: 85/611/CEE de 20 de diciembre y 88/220/CEE de 22 de marzo de 1988.

dentro de aquella definición. A continuación se realiza una breve descripción y se exponen algunos de los rasgos básicos así como la dimensión que alcanzan las instituciones de inversión colectiva, entendidas en un sentido amplio. De este modo, se podrán conocer algunos aspectos diferenciales frente a los fondos de inversión y situar el nivel de desarrollo de éstos en el panorama de la inversión colectiva.

Los planes de jubilación² son instrumentos financieros ofrecidos exclusivamente por entidades aseguradoras y tienen su base en los seguros diferidos. Se caracterizan por ser productos de ahorro-previsión, que además de garantizar una determinada rentabilidad, fijada actualmente en el 6% anual, incorporan una participación en beneficios de los resultados colectivos obtenidos por los fondos aportados, que son liquidados al término del contrato. En los dos últimos años esta modalidad de ahorro-inversión ha experimentado un crecimiento moderado, situándose el volumen de primas, para el seguro privado individual, en 120 m.m. en 1990.

Los planes y fondos de pensiones fueron creados en 1987³ como complementarios de las prestaciones de la seguridad social. Así un plan de pensiones es una fórmula de ahorro que presenta los rasgos propios de una institución de previsión social y tiene como finalidad la prestación de jubilación, mientras que el fondo de pensiones materializa dicho propósito en un patrimonio. Este es gestionado por una entidad especializada, persona jurídica denominada sociedad gestora de fondos de pensiones. Por tanto, el fondo de pensiones es una institución financiera que invierte y gestiona los fondos aportados por los partícipes y promotores (aquellas empresas cuyos fondos externos se destinan a promover un patrimonio separado de su actividad) de forma que imputa a los partícipes los resultados de la institución. Estas se encuentran bajo la supervisión e inspección de la Dirección General de Seguros.

² Ley 33/1984 y Reglamento de Ordenación del Seguro Privado (R.D. 348/1985).

³ Ley 8/1987 de 8 de junio y Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (R.D. 307/1988 de 30 de septiembre).

En función de los elementos institucionales existen tres tipos de planes de pensiones:

- Individual: En los que el promotor es una entidad financiera y los partícipes son individuos que se adhieren a un fondo.

- Asociado: en los que el promotor es un sindicato o asociación y los partícipes son sus miembros o asociados.

- De empleo: en los que el promotor es una empresa y los partícipes son sus empleados.

Respecto a la evolución patrimonial de estas instituciones hay que destacar el fuerte auge experimentado por los fondos de pensiones desde la publicación del reglamento en 1988: su patrimonio acumulado en junio de 1991 era de 614 m.m.

Las sociedades de inversión mobiliaria (SIM) son sociedades anónimas con el capital dividido en acciones, que tienen como objeto social la adquisición, tenencia, enajenación y administración en general de valores mobiliarios y cualesquiera otros instrumentos financieros determinados en el Reglamento de instituciones de inversión colectiva, sin participación mayoritaria económica o política en otras sociedades, buscando un adecuado equilibrio entre rentabilidad y riesgo. Tanto las sociedades de inversión mobiliaria como las gestoras de instituciones de inversión colectiva, en su caso, están sometidas al control e inspección de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, por tanto, deben estar inscritas en los registros oficiales de la Comisión. Las acciones del capital social pueden estar admitidas a negociación en una o varias bolsas de valores. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria han experimentado, en el pasado reciente un crecimiento moderado pero constante. Así, en septiembre de 1991, el activo total consolidado de sus balances ascendía a 332 m.m.

Las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SINCAV) tienen el mismo objeto social que las de capital fijo y se diferencian de éstas en que la sociedad está sujeta al compromiso de dar

liquidez bursátil a sus propias acciones, para facilitar la entrada y salida de la sociedad. Según especifica el reglamento de instituciones de inversión colectiva, la sociedad calcula diariamente el valor teórico de la acción⁴ e interviene comprando o vendiendo en cada sesión de bolsa si el precio varía más de un 5% en torno al valor teórico. El volumen de activos gestionados es mínimo (37 m.m. a septiembre de 1991) y su importancia en el marco de la inversión colectiva es reducida.

A continuación se describen con más detalle los fondos de inversión, que son la modalidad de inversión colectiva que ha presentado recientemente la mayor expansión y que constituye el objeto de este trabajo.

3. Descripción de los fondos de inversión

Los fondos de inversión son patrimonios colectivos amplios sin personalidad jurídica, que emiten participaciones distribuidas entre muchos inversores, llamados partícipes. Este patrimonio es gestionado por un profesional, denominado sociedad gestora, de acuerdo con unos principios y políticas de inversión establecidas en el reglamento del fondo y se materializa, mayoritariamente, en activos financieros que se encuentran custodiados en las llamadas entidades depositarias. En definitiva, el fondo persigue obtener la máxima rentabilidad para el partícipe compensando los riesgos mediante una adecuada composición de la cartera.

Las participaciones que emite un fondo de inversión tienen iguales características, se consideran negociables y pueden ser representadas mediante certificados nominativos sin valor nominal o bien mediante anotaciones en cuenta.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores es la institución encargada de controlar y supervisar tanto a las sociedades gestoras como a los fondos de inversión.

⁴ El valor teórico de un acción es el cociente entre los recursos propios más el beneficio neto devengado hasta ese momento y el número de acciones en circulación.

Las dos entidades que desempeñan un cometido de importancia capital en el funcionamiento de los fondos son:

a) La sociedad gestora, que debe indicar en su denominación "Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva" y tener un mínimo de 50 millones de capital social. Las principales funciones que tiene encomendadas son:

- La administración y gestión de los recursos del fondo. Por este servicio la entidad puede cobrar una comisión de gestión que se devenga diariamente como un gasto de la cuenta de resultados del fondo y que se calcula en función del patrimonio total gestionado, de los resultados del fondo o en base a una combinación de ambos parámetros. En el cuadro 2 se expresan las comisiones máximas que podrán establecer las entidades gestoras.
- La redacción del reglamento de gestión del fondo, expresando el tipo de instrumentos en los que se va a materializar el patrimonio (de renta fija, variable, una combinación de ambos, etc..) y su política de inversiones.
- La determinación mediante el principio del devengo del valor liquidativo⁵ diario de las participaciones y la administración del reembolso de las mismas cuando lo solicite el partícipe. La entidad gestora puede cargar, en su caso, una comisión de suscripción, y una comisión de reembolso. (ver cuadro 2).

⁵ Se define como "valor liquidativo" de un fondo el cociente entre el patrimonio neto y el número de participaciones, siendo el patrimonio neto el resultado de restar al valor total del activo las partidas acreedoras y gastos reglamentariamente establecidos, como las comisiones de gestión y depósito.

Cuadro 2. COMISIONES MAXIMAS APLICABLES A LOS FONDOS DE INVERSION

FONDO DE INVERSION MOBILIARIA (FIM)

DEPOSITO		GESTION	SUSCRIPCION	REEMBOLSO
FIM	4 por mil anual	- 2,5% anual s/patrimonio - 20% anual s/resultados - 1,5% s/patrimonio y 10% s/resultados	En conjunto 5%	
Fondtesoro FIM	En conjunto ^(*) , 1,75% anual s/patrimonio medio		0	2% anual hasta 2º año
Comisiones cobradas por:	Entidad Depositaria	Sociedad Gestora		

FONDO DE INVERSION EN ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO (FIAMM)

DEPOSITO		GESTION	SUSCRIPCION	REEMBOLSO
FIAMM	1,5 por mil anual del valor nominal custodiado	- 1,5% anual s/patrimonio - 15% anual s/resultados - 1% s/patrimonio y 5% s/resultados	En conjunto 1%	
Fondtesoro-FIAMM	En conjunto ^(*) , 1,5% anual s/patrimonio medio		0	Sólo por la utilización de cheques contra c/c vinculada
Comisiones cobradas por:	Entidad Depositaria	Sociedad Gestora		

^(*) Incluye gastos de administración y de estructura

b) La entidad depositaria tiene encomendada la custodia de los valores que constituyen la cartera del fondo y realiza los cobros y pagos que origina el funcionamiento normal de los fondos. Por este motivo, la tesorería del fondo está vinculada a la entidad depositaria. Esta actividad puede desempeñarla cualquier entidad de crédito, sociedad o agencia de valores. Por este servicio la entidad puede cobrar una comisión de depósito que se devenga diariamente como un gasto y se calcula de acuerdo con el valor nominal del patrimonio custodiado (ver cuadro 2). La legislación establece la imposibilidad de que la entidad gestora y el depositario de un fondo pertenezcan al mismo grupo financiero, de modo que no existan consejeros, administradores o domicilios sociales comunes, salvo que se cumplan normas muy estrictas de separación entre las dos entidades. Esta limitación pretende que el depositario ejerza un control sobre la gestión de la cartera, como la comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las eventuales compras o ventas realizadas a precios distintos de los de mercado.

3.1. Tipología de los fondos

Atendiendo a la forma en que el inversor recibe las rentas existen dos tipos de fondos de inversión:

- Fondo de renta: aquel que distribuye periódicamente los beneficios de la cuenta de resultados de la institución, en forma de dividendos al partícipe, a modo de flujo regular de rendimientos.
- Fondo de capitalización: aquel en que la sociedad gestora acumula sistemáticamente las rentas, reinvertiendo todos los ingresos en el patrimonio del fondo. En España, la práctica totalidad de los fondos son de capitalización, dadas sus mayores ventajas fiscales, que se comentarán más adelante.

Atendiendo al plazo de los instrumentos en los que se materializa el activo (ver cuadro 3) existen dos grandes grupos de fondos de inversión de carácter financiero: los Fondos de Inversión Mobiliaria

**Cuadro 3. CARACTERISTICAS DIFERENCIALES ENTRE
LOS FONDOS DE INVERSION COLECTIVA**

Denominación	Fondo de inversión mobiliaria	Fondo de inversión en activos del mercado monetario
Abreviatura exclusiva	FIM	FIAMM
Patrimonio mínimo	500 millones	1.500 millones
Plazo máximo de reembolso a partícipe	3 días hábiles	1 día hábil
Liquidación	Domicilio social o sucursal de la sociedad gestora	Domicilio social o sucursal de la sociedad gestora*
Información del depositario al partícipe sobre el estado de posición	3 meses	1 mes
Valores susceptibles de mantener en cartera	Cualquier instrumento negociable en mercado secundario: acciones, obligaciones, bonos simples y convertibles, deuda del Estado	Valores de renta fija admitidos a negociación o de elevada liquidez: bonos y obligaciones no convertibles, deuda del Estado, pagarés de empresa, títulos hipotecarios
Vencimiento máximo de la cartera	Sin límite	18 meses
Vocación del fondo	Largo plazo	Corto plazo

* Con posibilidad de disposición del saldo a través de talonario de cheques y tarjetas de crédito.

(FIM) y los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM). A los primeros la ley no les impone ninguna limitación específica en cuanto al plazo de vencimiento de los valores de su cartera, de modo que pueden invertir en acciones, renta fija privada o pública a corto o a largo plazo, a vencimiento o con pacto de recompra. En general, la vocación de este tipo de fondos es de largo plazo. En todo caso, el 80%

de su cartera debe materializarse en valores admitidos a negociación en algún mercado secundario reconocido (en epígrafes posteriores se profundiza más en este tema). A los segundos, también conocidos como fondos de dinero, la regulación les exige que inviertan, al menos el 90% del balance en valores con vencimiento inferior a 18 meses. La vocación, por tanto, es de corto plazo.

A su vez, en función de la estructura de cartera, la Comisión Nacional del Mercado de Valores propone la clasificación de los Fondos de Inversión Mobiliaria en cuatro categorías:

- De renta fija, si su cartera se compone, al 100%, de valores de renta fija.
- De renta fija mixta: si este porcentaje oscila entre el 99% y el 75% de la cartera.
- De renta variable mixta: si el porcentaje se sitúa entre el 74% y el 30%.
- De renta variable: si el peso de la renta fija en la cartera es inferior al 30%. Caso particular de esta modalidad son los llamados fondos-índice, que presentan una sectorización y ponderación semejante a la de un índice bursátil. De este modo, el inversor puede escoger un fondo con la misma cesta de valores que el índice, al tiempo que le permite estimar con facilidad la rentabilidad diaria del fondo en función de la evolución del índice de bolsa publicado.

Otro criterio de clasificación es la denominación de los activos. De este modo, existen fondos de renta o de capitalización internacional, denominados mayoritariamente en divisas y de renta o de capitalización nacional materializados en activos denominados en pesetas.

Por último, cabe mencionar que, a raíz de la Orden de 7 de junio de 1990 sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado, surgieron los denominados **fondtesoros** (Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado

Monetario), que pretenden mejorar la difusión y colocación de los valores del Estado entre el público. Estos fondos, que deben ser de capitalización, tienen que invertir al menos el 95% del promedio mensual de sus saldos diarios en cualquier forma de Deuda del Estado. En el caso de los fondtesoros constituidos como Fondos de Inversión Mobiliaria, la aportación mínima no debe ser superior a 50.000 ptas. y deben destinar, al menos, un 50% de su activo en bonos y obligaciones con un plazo de amortización superior a un año. Por el contrario un fondtesoro que reviste la forma de Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario, tiene una aportación mínima no superior a 200.000 ptas., no presenta ninguna restricción, salvo la genérica señalada inicialmente y la específica relativa a su tipología. El rasgo más novedoso de esta última modalidad es que el inversor puede disponer de sus saldos en el fondo librando cheques contra una cuenta corriente vinculada a sus participaciones en el fondo -este hecho ha provocado que los Fondos de dinero privados generalicen el uso de cuentas corrientes vinculadas-. Los gastos derivados de este servicio pueden repercutirse al partícipe. No obstante, la legislación ha fijado las comisiones y gastos máximos (ver cuadro 2) susceptibles de ser aplicadas por las sociedades gestoras.

3.2. Las participaciones de fondos de inversión como instrumento financiero

La rentabilidad que obtiene el partícipe de un fondo es variable y depende de los flujos de rentas (dividendos, intereses, derechos de suscripción, etc.) que el fondo percibe por sus activos financieros y de las variaciones en el mercado secundario de las cotizaciones de cada instrumento incluido en la cartera del fondo. De este modo, podrá variar diariamente el valor del patrimonio neto del fondo y, por consiguiente, el valor liquidativo en pesetas de cada participación, que es precisamente el precio al cual la entidad gestora la comprará al partícipe, cuando este desee venderla, o la venderá a su suscriptor.

El rendimiento que obtiene un partícipe de un fondo de inversión de capitalización se calcula por diferencia entre el precio de reembolso y el de suscripción. En el caso de que se trate de un fondo de renta, el

rendimiento se obtiene incorporando al diferencial de precios anterior los beneficios distribuidos, en un período determinado, por el fondo al partícipe, en forma de dividendos.

Por lo que se refiere a la fiscalidad es preciso distinguir entre la que corresponde al fondo de inversión, vinculada al impuesto de sociedades, y la correspondiente al partícipe, que se deriva del impuesto sobre las rentas de las personas físicas.

Respecto a la primera, la Ley de Presupuestos de 1991 redujo el tipo de gravamen del impuesto de sociedades de todos los fondos desde el 13% anterior al 1%, a partir del 1 de enero de 1991, equiparando así la fiscalidad de estas instituciones a la de otros países comunitarios.

En relación a la fiscalidad del partícipe, la Ley de Presupuestos eliminó, al propio tiempo, la deducción en la cuota del impuesto sobre las rentas de las personas físicas del 10% del dividendo cobrado. El resultado global de estas dos medidas (reducción del tipo impositivo y eliminación de la deducción de la cuota) es que la presión fiscal sobre los rendimientos de las participaciones ha disminuido en términos netos. Asimismo se ha mejorado la periodificación de la fiscalidad del inversor, lo que permite al partícipe graduar de acuerdo con sus propias decisiones de cartera la presión tributaria sobre sus rentas de capital, ya que antes se gravaba en el momento del reparto anual de los beneficios y ahora se grava en la declaración de la renta siguiente al momento en que se reembolsan las participaciones. Por otra parte, los fondos de capitalización, que son la mayoría de los constituidos en el mercado español, no están sometidos a retención a cuenta al no considerarse la venta de participaciones como renta regular sino como incremento de patrimonio. En este sentido, la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas⁶, aplicable a las rentas que se generen a partir de 1992, ha mejorado sensiblemente la tributación sobre las plusvalías. En el caso que nos ocupa hay que destacar que los incrementos de patrimonio que se pongan de manifiesto en la venta de participaciones se pueden reducir a efectos impositivos mediante la aplicación de un

⁶ Ley 18/1991 de 6 de junio sobre el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

coeficiente corrector (7,14% anual), a partir del segundo año y puede alcanzarse la exención total (100% de la plusvalía generada) a partir del decimoquinto año de mantenimiento de la inversión. En este orden de cosas se establece la no sujeción de los incrementos de patrimonio como consecuencia de ventas de participaciones que, en el conjunto del año, no sobrepasen las 500.000 pesetas⁷. Asimismo, las ventas de participaciones al considerarse renta irregular tienen unos tipos de gravamen anuales inferiores a los que se aplican a las rentas regulares.

Por último hay que mencionar la posibilidad de considerar a algunos fondos de inversión como planes de ahorro popular de forma que podrían beneficiarse, además, de las ventajas fiscales contempladas⁸ para éstos. No obstante, este aspecto no ha sido desarrollado en el Reglamento⁹ del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

La solvencia y liquidez de un fondo viene dada por la composición y la calidad de los instrumentos que conforman su cartera. Con objeto de acotar el nivel de riesgo y de fijar un nivel mínimo de solvencia y liquidez, la regulación ha establecido límites tanto sobre la estructura de la cartera como sobre el tipo de instrumento susceptible de ser mantenido en la misma. En lo relativo a este último aspecto un fondo sólo podrá invertir, con carácter general, en valores u otros activos financieros admitidos a negociación en algún mercado organizado reconocido oficialmente. En la actualidad tienen esta consideración, entre otros: el

⁷ Esta consideración fiscal permitiría al partícipe disponer, en el caso de un fondo de inversión de capitalización, de una "renta" en forma de incremento de patrimonio no sujeta al impuesto sobre la renta de las personas físicas si la cuantía de esa "renta" no supera el medio millón de pesetas anuales.

⁸ La nueva ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ha incorporado como novedad la figura de los planes de ahorro popular como aquellos instrumentos que pueden materializarse en contratos de seguros, en valores o títulos públicos. Para ellos se contempla la exención total de los rendimientos mobiliarios en aquellas inversiones que no superen el millón de pesetas anual por sujeto pasivo y se mantengan un mínimo de 5 años.

⁹ Real Decreto 1841/1991, de 30 de diciembre, que aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

de deuda pública anotada, las bolsas de valores, el mercado hipotecario¹⁰, los mercados de futuros y opciones financieras y el mercado de renta fija promovido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros¹¹, mientras que como mercados extranjeros reconocidos se contemplan las bolsas y los mercados de deuda pública de los países de la OCDE. Instrumentos negociados en otros mercados organizados de la OCDE se considerarán computables previa verificación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Si se trata de activos financieros negociados en los mercados organizados de países no pertenecientes a la OCDE será preciso para su computabilidad autorización administrativa previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Con carácter específico y dependiendo de los tipos de fondos existen las siguientes limitaciones y coeficientes operativos de inversión:

El activo de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario debe materializarse en un 90% en valores de renta fija con un vencimiento inferior a 18 meses. Los más relevantes entre otros son: las letras y pagarés del Tesoro en firme o con pacto de compra, adquisiciones temporales de deuda pública, pagarés del crédito oficial, pagarés de empresa y valores de renta fija privada con amortización inferior a 18 meses negociados en bolsa o en el mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

El activo de los Fondos de Inversión Mobiliaria debe materializarse en un 80% en cualquier tipo de valores que estén admitidos en un mercado secundario reconocido: acciones, derechos de suscripción, obligaciones convertibles, warrants, futuros y opciones financieras y valores de renta fija públicos y privados adquiridos en firme o con pacto de recompra a cualquier plazo.

¹⁰ Conforme a lo dispuesto en la Orden Ministerial de 26 de febrero de 1991 los valores hipotecarios negociados en el Fondo Público de Regulación del mercado hipotecario son aptos para la inversión en institucines de inversión colectiva.

¹¹ Orden Ministerial 1 de agosto de 1991 por la que se autoriza el Mercado de renta fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros como mercado secundario organizado no oficial de valores.

Respecto a los coeficientes operativos, en el cuadro 4 se desarrollan los más destacables así como la periodicidad exigida para su cumplimiento.

Como puede deducirse, todos estos rasgos pretenden, en definitiva, acotar los riesgos de solvencia y liquidez mediante la calificación de los instrumentos que se pueden mantener en el activo de un fondo de inversión. Sin embargo, los partícipes se encuentran sometidos a los riesgos de tipo de interés y de tipo de cambio que se transmiten a las participaciones. En este sentido la normativa contempla la posibilidad de reducirlos mediante la utilización, por parte de la gestora, de los mercados derivados de futuros y opciones¹².

La protección al inversor se realiza en dos etapas:

En primer lugar, el compromiso "a priori" que adquieren los gestores con su partícipe al declarar la estrategia del fondo y su política de inversiones, que debe recogerse expresamente en el reglamento de gestión. De este modo, el inversor puede escoger la categoría de participación que le ofrezca la combinación rentabilidad-riesgo más adecuada a sus intereses. En segundo lugar, la entidad gestora y el depositario tienen diversas obligaciones de información que proporcionan una cierta transparencia, aunque siempre "a posteriori" de los movimientos de cartera y resultados conseguidos:

- a) En el momento de la primera suscripción, y al menos anualmente, la gestora deberá entregar a cada partícipe el folleto, la última memoria anual y el informe trimestral más reciente publicado.
- b) Diariamente las gestoras deben notificar a las Sociedades Receptoras de las Bolsas de Valores el valor liquidativo, el patrimonio neto y el número de partícipes.

¹² La Resolución 21 de marzo de 1989 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera regula los mercados secundarios de opciones y futuros.

Cuadro 4. COEFICIENTES Y LÍMITES OPERATIVOS PARA FONDOS DE INVERSIÓN

FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA	FONDOS DE INVERSIÓN EN ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO
<p>- <u>Coefficientes mínimos operativos sobre el activo del fondo:</u> 80% (coeficiente de inversión) en valores admitidos a negociación en mercado secundario (mensual) 3% (coeficiente de liquidez) en efectivo, depósitos o cuentas a la vista en el depositario (mensual) 20% (coeficiente de obligaciones frente a terceros) en créditos o endeudamiento (mensual)</p>	<p>90% (coeficiente de inversión) en valores con vencimiento inferior a 18 meses de renta fija admitidos a negociación en mercado reconocido o de elevada liquidez (mensual). De los cuales como máximo el 40% en valores que no gocen de elevada liquidez (mensual)</p>
<p>- <u>Límites máximos de inversión sobre el activo del fondo:</u> a) 5% en valores de otra institución de inversión colectiva b) 5% en valores de una misma entidad c) 15% en valores emitidos por un mismo grupo financiero - <u>Límites máximos de inversión sobre el volumen de circulación:</u> d) 5% de una emisión correspondiente a una Entidad e) 15% de los valores en circulación de una determinada entidad detentados por el mismo grupo financiero</p>	
<p><u>Excepciones:</u> Respecto de b) 35% en valores emitidos o avalados por un Estado miembro de la Comunidad, comunidades autónomas u organismos internacionales de los que España es miembro. ó 100% del activo en los valores anteriores siempre que se diversifique en 6 emisiones diferentes, sin que ninguna de ellas exceda del 30% del activo del fondo.</p>	

* Corresponde a un coeficiente máximo

- c) Durante el mes siguiente a la conclusión de cada trimestre natural, la gestora enviará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el balance de situación y la cuenta de resultados, así como el estado detallado y los movimientos de la cartera de valores.
- d) Con periodicidad mensual para los Fondos de dinero y trimestral para los Fondos de Inversión Mobiliaria, el depositario debe comunicar al partícipe el estado de la posición en el fondo, esto es, el valor liquidativo de sus participaciones.
- e) Asimismo, los gestores deberán hacer público cualquier hecho relevante que pueda afectar a la evolución futura del fondo publicándolo tanto en el boletín de cotización de la Sociedad Rectora correspondiente como en el informe trimestral.
- f) En el plazo máximo de 10 días deben realizar una comunicación pública de los inversores con participaciones significativas (iguales o superiores al 20% del patrimonio total del fondo) .

La liquidez de una participación es inmediata, de manera que el partícipe puede solicitar el reembolso de sus participaciones en cualquier momento. Sin embargo, el período de liquidación varía en función de la modalidad de fondos (ver cuadro 3). Así, la gestora de un Fondos de Inversión Mobiliaria tiene un plazo máximo de 72 horas para hacer efectiva una amortización mientras que la correspondiente a un Fondo de dinero tiene un período máximo de 24 horas.

En este sentido hay que señalar que recientemente, y como consecuencia de la competencia que suponen los fondos de inversión en valores privados, se ha generalizado el uso de una cuenta corriente vinculada para la disposición de las participaciones. Por este motivo, un inversor puede no distinguir entre un depósito bancario ordinario y un fondo de dinero asociado a una cuenta corriente. De hecho, es frecuente que las entidades bancarias presenten los fondos, en su publicidad, como cuentas corrientes con altas ventajas fiscales.

Sin embargo, debe considerarse que aquellos inversores que pretendan utilizar sus participaciones como si se tratara de una cuenta están renunciando a buena parte de los beneficios fiscales. Por consiguiente, el propio régimen fiscal favorable de los rendimientos de los fondos aumenta, en términos de renuncia, el coste de disponibilidad inmediata de los recursos invertidos.

Finalmente, hay que tener en cuenta los aspectos relativos a la incertidumbre del precio de realización de los recursos invertidos. Esta es, sin duda, mayor que en el caso de los depósitos, pues el precio está vinculado a la evolución de los mercados de los activos en los que se materializa la inversión. En este sentido, existen también diferencias entre los distintos tipos de fondos, pudiendo considerarse como más líquidos aquéllos que invierten sus recursos en los mercados monetarios (Fondos de dinero). Dentro de los Fondos de Inversión Mobiliaria, a su vez, puede establecerse una escala, de acuerdo a la variabilidad de los precios de los instrumentos que componen su activo.

4. Evolución reciente de los fondos de inversión

Después de un extraordinario auge en los primeros años de la década de los setenta, con un máximo de 44 m.m. de patrimonio acumulado en 1973, en la segunda mitad de esa década este tipo de inversión se sumió en una profunda crisis (16 m.m. de patrimonio a finales de 1979), inducida, fundamentalmente, por el hundimiento de las cotizaciones bursátiles y por la concentración de las carteras de los fondos de inversión mobiliaria existentes en acciones cotizadas en bolsa. El índice total de la bolsa de Madrid, que incluye reinversión de derechos de suscripción y dividendos, descendió un 55% en términos nominales y un 83% en términos reales, es decir, descontando el índice de precios al consumo, en el período desde diciembre de 1973 a diciembre de 1979.

Por el contrario, durante la década de los ochenta se produjo una expansión considerable de los fondos de inversión. Esta expansión se aceleró a partir de 1985 y con mucha mayor intensidad a partir de 1991. En el cuadro 5 se aprecia la dimensión del crecimiento experimentado en la segunda mitad de los ochenta y la extraordinaria aceleración en los primeros nueve meses de 1991.

Las razones de la tendencia general expansiva se hallan, por un lado, en la ampliación de las posibilidades de diversificación de inversiones con la aparición de nuevos mercados (deuda pública anotada y mercado hipotecario) y de nuevos instrumentos (letras del Tesoro, pagarés de empresa, letras de cambio bursátiles, operaciones con pacto de recompra). Por otro, los motivos para esta expansión se encuentran en el marco normativo estable creado con la entrada en vigor de la Ley 46/1984 que regula el funcionamiento de las instituciones de inversión colectiva, en la diversificación en la oferta de fondos con la instauración de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario, en la especialización de los Fondos de Inversión Mobiliaria en segmentos de mayor o menor riesgo y en la mejora de la gestión profesionalizada de patrimonios, que ha acompañado al aumento de la cultura financiera del ahorrador. Sin embargo, como se observa en el cuadro 5, es en el período más reciente cuando el proceso se ha intensificado con mayor fuerza. En esta ocasión, la extraordinaria expansión registrada en 1991 ha estado vinculada a la caída de la rentabilidad de los depósitos bancarios frente al mantenimiento de altos tipos de interés en los mercados monetarios; a la publicidad realizada por muchas instituciones bancarias y diversas sociedades y agencias de valores; al aumento de la rentabilidad de las participaciones como consecuencia de la disminución del 13% al 1% en el impuesto de sociedades, aplicable a partir de 1991; a las favorables expectativas impositivas a partir de 1992 y, finalmente, a la incorporación de los fondos de inversión, con un considerable apoyo publicitario que, además, ha inducido el desarrollo de innovaciones en los Fondos de dinero en valores privados que han reforzado su atractivo, como la posibilidad de disposición de los saldos a través de una cuenta corriente vinculada o a través de tarjeta de crédito.

Cuadro 5. EVOLUCION DE LOS FONDOS DE INVERSION EN ESPAÑA

	1980										Variación 1990-1985		Variación 1990-1985		Variación 1990-1985	
	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1990	Absoluta	Relativa (en nº de veces)	Absoluta	Relativa (en nº de veces)	SEP 1991	Relativa (en %)	Absoluta	Relativa (en %)
Número	23	30	59	105	175	212	268	268	238	9	374	106	40			
Patrimonio (m.m.)	18	155	441	509	793	893	1.210	1.210	1.055	8	2.767	1.557	130			
Participes (miles)	130	286	487	541	561	551	570	570	284	2	859	289	50			
Patrimonio medio por partcipe (miles)	136	541	904	941	1.414	1.620	2.123	2.123	1.584	4	3.221	1.098	52			
Promemoria: Patrimonio/PIB (%)	n.a.	0,5	1,3	1,4	2,0	2,0	2,4	2,4	2,4	-	5,1	2,7	-			

Fuentes: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

A pesar de este rápido crecimiento, los fondos de inversión en nuestro país se encuentran todavía poco desarrollados en comparación con los principales países industrializados. Así puede observarse en el cuadro 6, que recoge la evolución de los fondos de inversión o instituciones asimilables de acuerdo con la estructura y la legislación financiera propia de cada país. En efecto, España ocupa el penúltimo lugar en términos absolutos en activos gestionados por fondos. Ahora bien, los fondos comienzan a tener una cierta relevancia en relación al producto interior bruto ocupando el sexto puesto, detrás del Reino Unido entre los países incluidos en el cuadro, aunque a una considerable distancia y muy por debajo de Francia, EEUU, o Japón.

Cuadro 6. COMPARACION INTERNACIONAL DE FONDOS DE INVERSION

(m.m. pesetas y %)

	1988		1989		1990	
	Patrimonio	% PIB	Patrimonio	% PIB	Patrimonio	% PIB
FRANCIA ¹	21.028	19,0	23.575	20,9	28.311 ¹⁰	23,6 ¹⁰
EE.UU. ²	93.331	16,6	108.691	18,9	95.592	18,5
JAPON ³	42.052	12,7	46.735	14,0	36.951	12,5
R.UNIDO ⁴	8.610	8,9	11.286	14,0	8.404	8,4
ALEMANIA ⁵	7.013	5,0	7.690	5,5	7.712	5,1
ESPAÑA ⁶	793	2,0	893	2,0	2.7679 ⁹	5,1 ⁹
ITALIA ⁷	4.620	4,8	4.248	4,2	4.032	3,6
BELGICA ⁸	539	3,1	438	2,4	508	2,6

Fuente: Boletines de bancos centrales nacionales respectivos.

- 1 Exclusivamente sociedades de inversión de capital variable (Sociétés d'Investissement à Capital Variable: SICAV)
- 2 Incluye fondos colectivos del mercado monetario (Money market mutual funds).
- 3 Incluye sociedades de inversión de capital abierto (Open investment trust)
- 4 Incluye fondos de inversión colectiva (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities: UCITS)
- 5 Incluye fondos de inversión de renta variable, renta fija e inmobiliarios
- 6 Fondos de inversión colectiva (FIM + FIAMM)
- 7 Exclusivamente fondos mobiliarios (Fondi comuni mobiliari)
- 8 Exclusivamente fondos de inversión (Fonds des rentes)
- 9 Datos a Septiembre de 1991
- 10 Datos a Marzo de 1991

No obstante, la favorable evolución reciente ha provocado que nuestro país sea el único, a excepción de Francia, que ha aumentado en los últimos tres años la dimensión relativa del patrimonio administrado en porcentaje del PIB.

4.1 Rentabilidad de los fondos de inversión

Para el conjunto de este análisis es preciso distinguir, de un lado, el rendimiento que genera el fondo en un plazo determinado, que depende de la composición de la cartera, de la coyuntura financiera en ese período y de la calidad de la gestión de sus administradores de los gastos de administración o de estructura y de otro, la rentabilidad neta que obtiene el partícipe, que depende, además del plazo de mantenimiento de la inversión, de las comisiones aplicables a la suscripción y al reembolso y, finalmente, del tipo impositivo aplicable al partícipe. Este último aspecto debe ser incluido con objeto de determinar la rentabilidad financiero-fiscal que permita la comparación con instrumentos alternativos.

Desgraciadamente no se dispone de datos históricos suficientes¹³ que permitan realizar un seguimiento adecuado de la evolución de los rendimientos de los fondos, ya que las rentabilidades obtenidas para un período corto de tiempo, que son las disponibles (véase cuadro 7), son muy dependientes de la coyuntura bursátil y de la evolución a corto plazo de los tipos de interés. Por el contrario, este análisis debería realizarse para un período largo que permitiese una evaluación de los rendimientos acumulados de forma que no estuvieran tan sometidos a la coyuntura financiera.

¹³ Existen series de rendimientos de sociedades y fondos de inversión correspondientes a los años setenta recogidas en las memorias del Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo y de la Dirección General de Política Financiera. Sin embargo, la inexistencia de datos posteriores fiables no permiten enlazar con las series publicadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

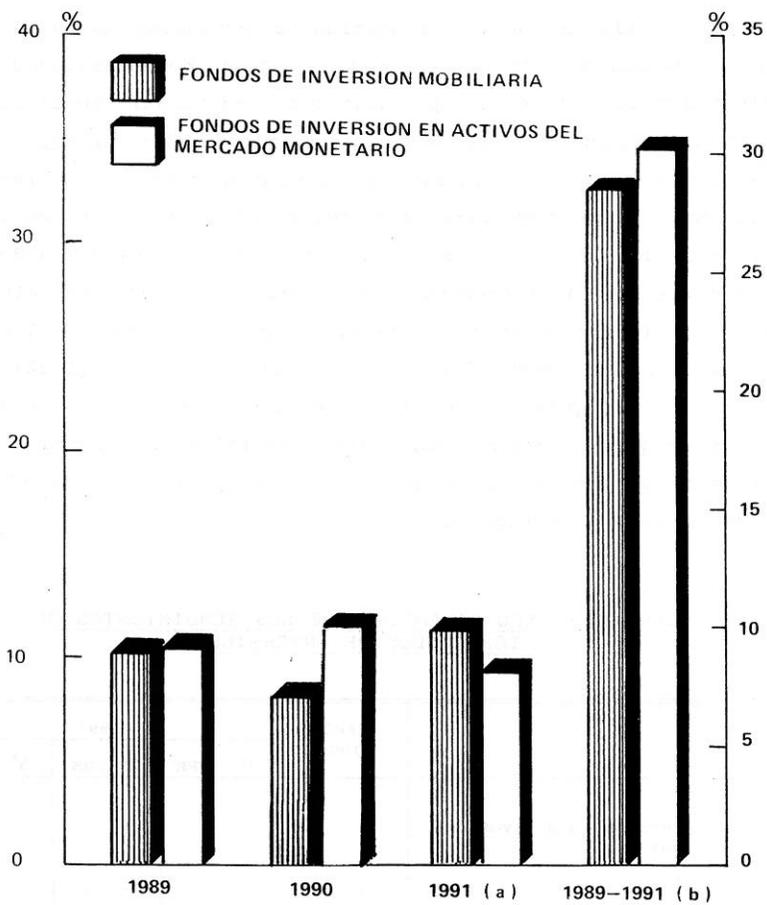
La especialización del fondo es una variable decisiva que determinará el binomio rendimiento-riesgo al que estará sometida. Una participación tendrá como rendimiento máximo el determinado por las variaciones de precios máximos de los activos subyacentes en los que está invertida.

En los dos últimos años, se aprecia que el rendimiento medio de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario ha sido superior al de los Fondos de Inversión Mobiliaria (ver gráfico 1). Sin embargo, este comportamiento no ha sido estable a lo largo del período analizado, ya que en los primeros nueve meses de 1991 se han permutado las posiciones situándose los primeros en un 9,3% frente a un 11,3% de los segundos.

Esta distinta evolución permite detallar la diferencia más importante de ambas modalidades: el distinto nivel de riesgo de sus rendimientos. Por su parte, los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario presentan una menor variabilidad que sus competidores, en la medida en que los activos de los mercados monetarios ofrecen menores fluctuaciones de precios que los activos de los mercados de valores. Este hecho, como se verá más adelante, no es ajeno a la caída en el número de partícipes de Fondos de Inversión Mobiliaria en 1989 y 1990.

Por categorías, como se observa en el cuadro 7, los fondotesoro-Fondos de Inversión Mobiliaria (11,58%) y los Fondos de renta fija (10,47%) han sido los más rentables en 1990, frente a un rendimiento negativo de los Fondos de renta variable puros (-20,56%) y mixtos(-9,78%). Sin embargo, este comportamiento no ha sido regular a lo largo del tiempo y no debe deducirse, por tanto, que los fondos de deuda pública y de renta fija sean más rentables, en general, que aquellos que tienen mayor peso en renta variable. Hay que subrayar que la coyuntura monetaria y bursátil juega un papel muy importante. En este sentido, el cuadro 7 expresa cómo el rendimiento acumulado en los tres primeros trimestres de 1991 ha invertido la tendencia, esto es, los fondos de renta variable mixta (13,63%) han superado a los de renta mixta (11,92%), al tiempo que los de renta variable pura (11,45%) hicieron lo propio con los de renta fija pura (10,27%).

1. RENDIMIENTO COMPARADO DE FONDOS DE INVERSION
 Período 1989-SEP. 1991



(a) Rendimiento de los nueve primeros meses.

(b) Rendimiento acumulado hasta septiembre 1991

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

Por lo que se refiere al riesgo, éste puede considerarse de forma dinámica o estática. Habitualmente el riesgo dinámico se mide por la desviación típica de los rendimientos mensuales respecto a su rendimiento medio, o dicho de otro modo, el grado de estabilidad de los rendimientos mensuales de cada participación individual. En el cuadro 8 se expresa la media de los riesgos dinámicos individuales correspondientes a un período de seis meses distribuidos para cada modalidad de Fondos de Inversión Mobiliaria. Como parecía obvio, aquellos cuyo peso en 1990 es mayor en acciones, como son los de renta variable (5,76) y los de renta variable mixta (4,03), tienen valores significativamente más altos que aquellos especializados en renta fija: fondtesoro-Fondos de Inversión Mobiliaria (0,21), renta fija pura (0,27) y mixta (1,02). Este comportamiento se repite (ver cuadro 8) en los trimestres transcurridos de 1991, y es que, en definitiva, existe una relación directa entre el porcentaje de acciones en la cartera de un fondo y la variabilidad de los rendimientos de su participación.

Cuadro 8. RIESGO DINAMICO^(*) DE LOS RENDIMIENTOS DE LOS FONDOS DE INVERSION

	AÑO	1991			
		1990	1er. TRM	2º TRM	3er. TRM
Fondos de inversión en activos del mercado (FIAMM)					
Fondtesoro-FIAMM	0,08 ^(a)	0,13	0,17	0,13	
FIAMM-privados	0,09	0,15	0,17	0,13	
Fondos de inversión mobiliaria (FIM)					
Fondtesoro-FIM	0,21 ^(a)	0,44	0,23	0,61	
Renta fija	0,27	0,84	0,64	0,56	
Renta fija mixta	1,02	0,90	0,91	0,66	
Renta variable mixta	4,03	2,56	2,51	1,45	
Renta variable	5,76	3,92	3,88	2,29	

(*) Desviación típica de los rendimientos mensuales de un fondo respecto a su media durante los seis últimos meses.

(a) Sólo se tienen datos de los dos últimos meses de 1990.

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

Otro aspecto básico asociado al riesgo de los rendimientos viene dado por la calidad de la gestión, esto es, el acierto de los administradores para modificar la distribución de la cartera con el fin de adaptarse a las fluctuaciones de los mercados monetarios y de valores. Así, un inversor de renta variable, por ejemplo, puede verse desagradablemente sorprendido ante una coyuntura bursátil bajista con una rentabilidad significativamente inferior a la de otro fondo de la misma vocación, como consecuencia de que el gestor no se ha trasladado rápidamente a posiciones de renta fija.

Por tanto, un inversor estará sometido a un mayor riesgo en la medida en la que la banda de rendimientos máximos y mínimos sea más ancha respecto de la misma categoría de fondo. Este rasgo puede ser tabulado por el llamado riesgo estático que, en definitiva, mide la desviación típica de los rendimientos de un conjunto de fondos de la misma clase. Una vez más se aprecia (ver cuadro 9) que las modalidades susceptibles de materializarse en un mayor número de instrumentos distintos y de activos con menor estabilidad presentan un riesgo estático más alto.

Cuadro 9. RIESGO ESTÁTICO(*) DE LAS DISTINTAS CATEGORIAS DE FONDOS DE INVERSION

	1990	1 ^{er} TRM 1991	2 ^o TRM 1991	3 ^{er} TRM 1991
Fondos de inversion en activos del mercado monetario (FIAMM)				
Fondtesoro-FIAMM	0,43	0,15	0,21	0,11
FIAMM-privados	0,62	0,19	0,25	0,16
Fondos de inversion mobiliaria (FIM)				
Fondtesoro-FIM	0,45	0,77	1,60	0,48
Renta fija	0,55	0,85	1,70	0,62
Renta fija mixta	1,28	3,37	1,17	1,34
Renta variable mixta	3,39	6,36	1,65	2,11
Renta variable	7,49	7,47	2,43	3,58

(*) Desviación típica de los rendimientos correspondientes al conjunto de los fondos incluidos en cada categoría de fondo en el período señalado.

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

El riesgo a que está sometido el partícipe asociado a la calidad de gestión ha sido resuelto, en algunos países de mayor tradición de inversión colectiva, desplazando la decisión sobre la estructura de la cartera hacia el inversor, en lugar de hacerlo sobre el gestor. Ello ha sido posible, mediante el desarrollo de los llamados fondos-paraguas.

Esta modalidad permite al partícipe cambiar de un fondo a otro de distinta categoría, dentro de los que comercializa un mismo grupo financiero, sin que por ello tenga costes de suscripción o reembolso ni implicaciones fiscales. De este modo, un partícipe podría por ejemplo, mantener participaciones de renta variable con perspectivas alcistas sobre la bolsa y trasladarse unos días después a un fondo de renta fija puro, si tiene expectativas de descenso en los tipos de interés, para pasar unas semanas después a un fondo denominado en marcos alemanes si el partícipe espera apreciaciones de esta moneda. Por su parte, el equipo gestor sólo debe mantener inalterable su estructura de cartera de manera que el inversor conozca en todo momento la vocación del fondo.

Por lo que se refiere al análisis de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario hay que señalar que ofrecen, en general, unos rendimientos medios altos, en todo caso, siempre muy alineados con los producidos en los mercados monetarios, cuestión que se analizará con detalle más adelante, y en particular una mayor estabilidad de aquellos si bien esta consideración es una consecuencia lógica de la menor variabilidad de los rendimientos de los instrumentos subyacentes.

Como se observa en el cuadro 7, se aprecia que los fondosesoro que adoptan la forma de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario se muestran más rentables que los privados y presentan un rendimiento trimestral superior a lo largo del período analizado (11,52% frente a 11,43% en 1990 y 9,51% frente a 9,29% en los nueve primeros meses de 1991). Las causas pueden residir en la mayor profundidad y estabilidad del mercado de deuda pública en anotaciones frente al bursátil o al de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, de manera que aquel concede una mejor valoración de los precios en el mercado secundario, lo que reduce la prima de riesgo por liquidez en comparación con los mercados privados, y se traduce en una mayor rentabilidad final. Por otro lado, en

ocasiones la rentabilidad neta que ofrece la letra del Tesoro o los repos sobre deuda resulta superior a la de los pagarés de empresa por el efecto financiero negativo de la retención a cuenta del 25% de los rendimientos que soportan estos instrumentos privados. Esta retención es practicada en la amortización o en cualquier venta intermedia y sólo puede ser recuperada en la declaración anual de impuestos que habitualmente se realiza en junio del siguiente año al de la renta generada. En consecuencia, el plazo entre la retención a cuenta y la compensación o devolución de la misma puede oscilar entre un mínimo de seis y un máximo de dieciocho meses. De este modo, los gestores de fondos aducen ventajas comparativas sobre los activos monetarios privados sólo cuando las amortizaciones son cercanas al final del año natural. De este modo, la ventaja comparativa de los activos públicos sobre los privados se reduce en tanto en cuanto más cerca esté la amortización del fin del año natural.

Otra característica destacable de los fondtesoro en valores monetarios ha sido la mayor estabilidad en sus rendimientos a lo largo de todo el período analizado. El riesgo dinámico siempre ha sido inferior o igual al de los Fondos de dinero (ver cuadro 8) y las cifras más bajas del riesgo estático muestran una mayor estabilidad (ver cuadro 9). En definitiva, la banda de dispersión máximo-mínimo de rendimientos de una misma categoría es más estrecha como consecuencia de la menor variabilidad en los precios de los instrumentos negociados en los mercados monetarios.

Vista la panorámica específica de los rendimientos se puede afirmar que, en general, cada categoría ofrece al partícipe una rentabilidad muy alineada en todo momento con la obtenida en los mercados secundarios de los activos subyacentes. Como se ve en el gráfico 2 los rendimientos de los fondtesoro siguen una tendencia acorde al rendimiento de la deuda pública, si bien la pendiente del índice de rendimientos de deuda del Estado anotada del Banco de España es ligeramente superior a la de los índices de los fondtesoro.

Las razones de este comportamiento son: la distinta muestra y ponderación de los índices elaborados, la utilización para el cálculo de los rendimiento de los fondtesoro de los valores liquidativos que

incorporan los gastos de administración, las comisiones de gestión y depósito.

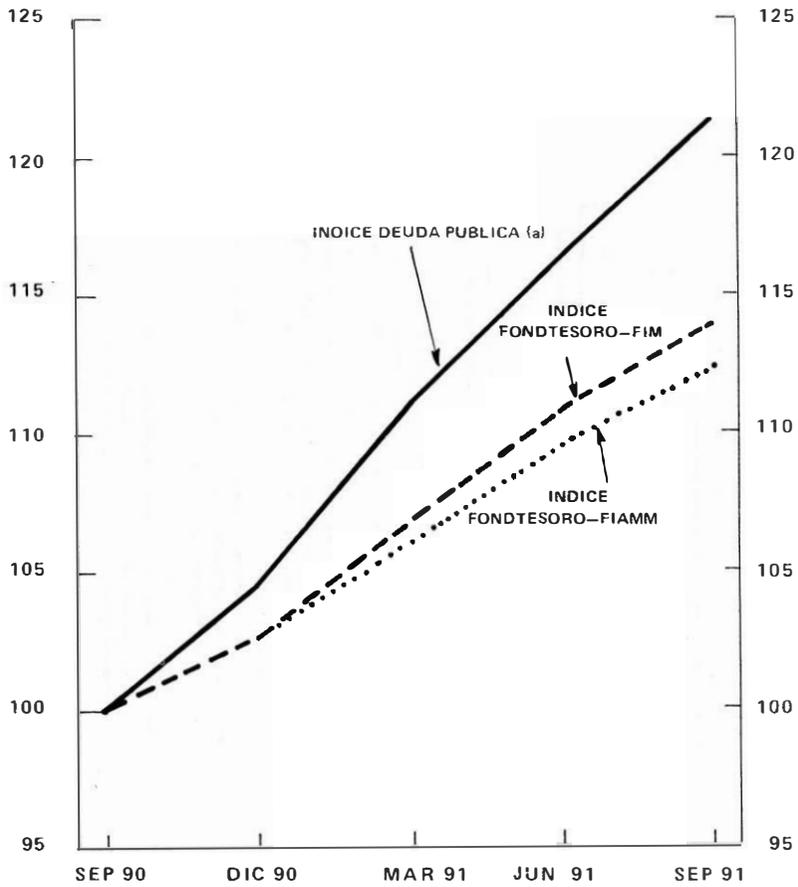
Por otro lado, se advierte que el índice de los fondos de inversión que adoptan la modalidad de Fondo de Inversión Mobiliaria ha obtenido una pendiente superior a la de su homólogo (ver gráfico 2) como consecuencia de capitalizar con más intensidad la bajada de los tipos de interés en el período enero-junio 1991, debido a la mayor sensibilidad en los mercados secundarios de los tipos de interés sobre los precios de los instrumentos a largo plazo.

El gráfico 3 muestra la evolución trimestral de los rendimientos de los Fondos de Inversión Mobiliaria de renta fija puros y mixtos, frente al de las obligaciones privadas. De él se puede deducir la diferente estabilidad de estas dos modalidades de fondos privados. Así, en períodos de alzas en los tipos de interés o de caídas bursátiles, el fondo mixto baja con más fuerza mientras que en etapas de descensos de tipos o de subidas de las cotizaciones de bolsa se revaloriza con más intensidad. En cualquier caso, el fondo 100% renta fija ofrece un perfil más regular.

Por último, el comportamiento de los fondos de renta variable está más correlacionado con las fluctuaciones de bolsa (ver gráfico 4), si bien está amortiguado por los dividendos, derechos y otras rentas percibidas. Parece bastante claro que el rendimiento de los fondos en acciones (-21,37%) y mixtos (-13,63%) se ha precipitado como consecuencia del derrumbe de cotizaciones (-29,22%) en agosto de 1990 a raíz del conflicto del Golfo Pérsico. Del mismo modo, la euforia vivida en las bolsas (27,34%) durante los primeros tres meses de 1991 se ha reflejado en un aumento espectacular de los rendimientos trimestrales de los fondos puros (13,46%) y mixtos (10,84%).

Estos resultados revelan que este tipo de fondos asumen un mayor riesgo que los analizados en párrafos anteriores, lo cual puede traducirse en mayores plusvalías o en mayores pérdidas. En todo caso, a la vista del gráfico 4 se aprecia que los rendimientos de estos fondos son menos variables que los de la bolsa, en el sentido de que se revalorizan menos que el índice general en períodos alcistas, pero también se deprecian

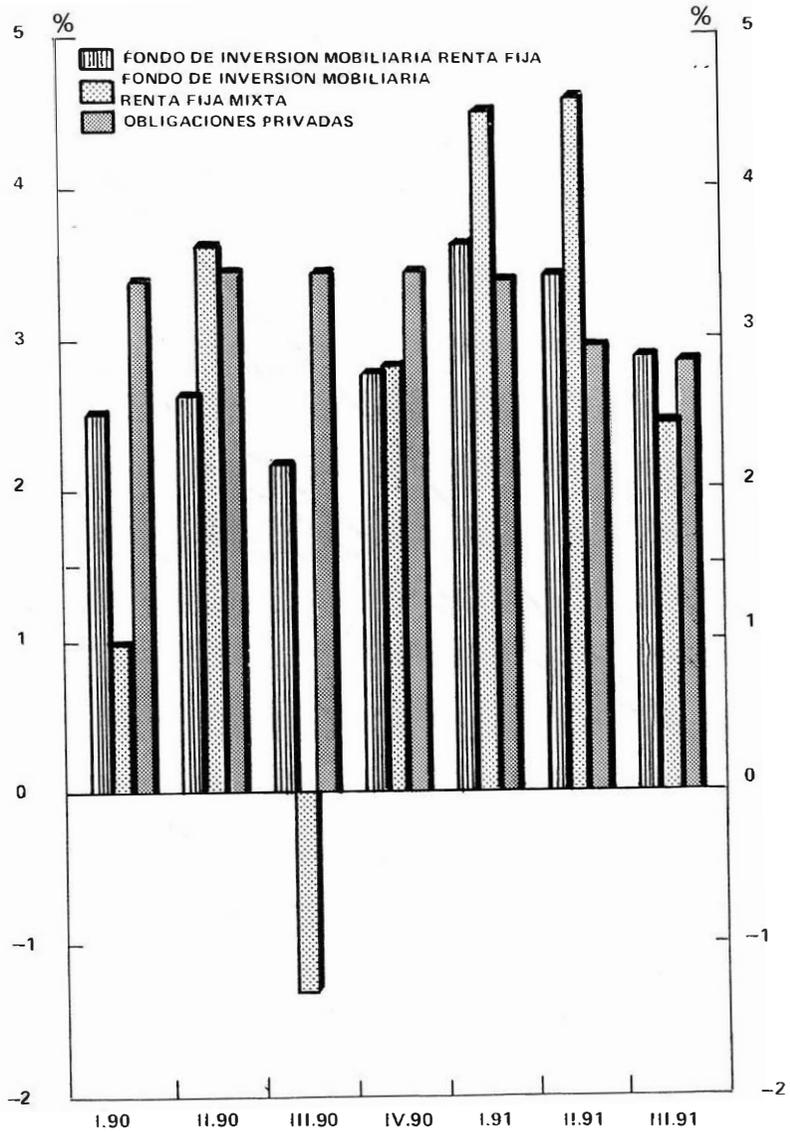
2. RENDIMIENTO COMPARADO DE LOS FOND TESORO VS.
DEUDA PUBLICA
Indices base 100 30 . 09 =90



(a) Indice de rendimiento de deuda del Estado.

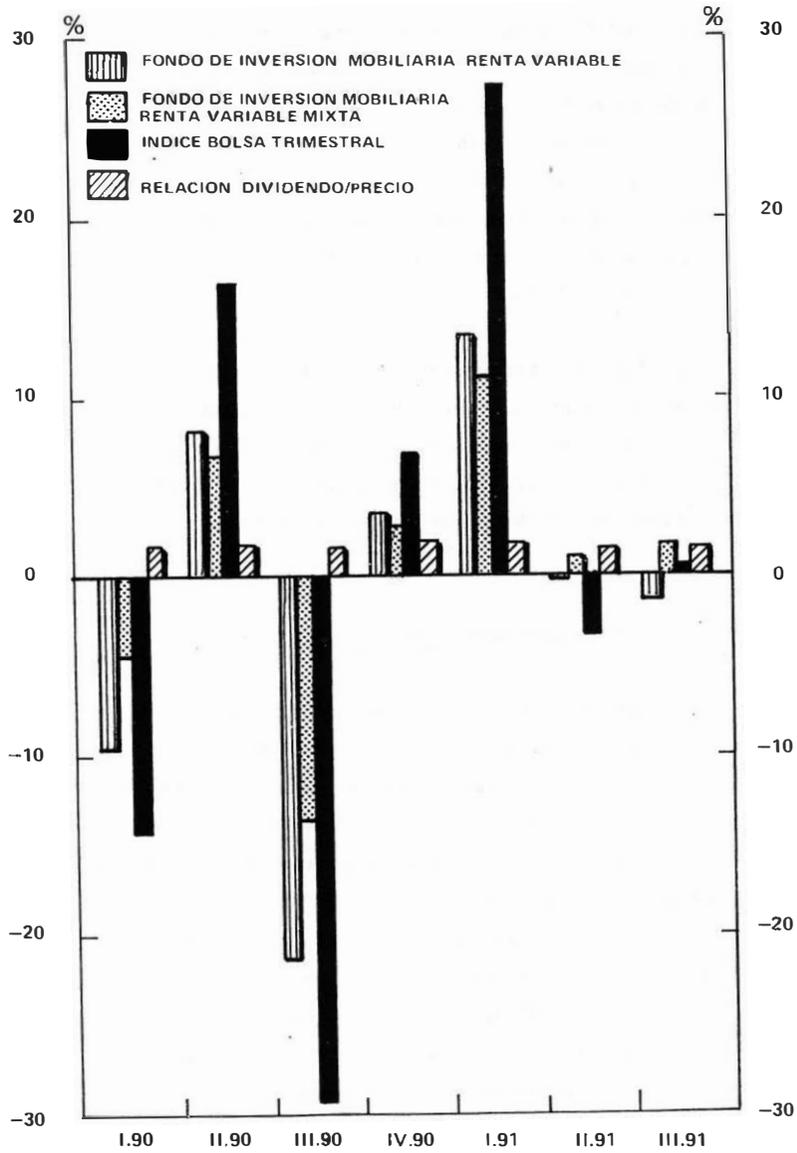
Fuente: Banco de España (ver Boletín Económico, mayo 1991)

3. RENDIMIENTO TRIMESTRAL COMPARADO
FIM RENTA FIJA Y FIM RENTA FIJA MIXTA VS.
OBLIGACIONES PRIVADAS



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

4. RENDIMIENTO TRIMESTRAL COMPARADO
FIM RENTA VARIABLE Y FMI RENTA VARIABLE MIXTA VS.
INDICE BOLSA TRIMESTRAL Y RELACION DIVI/PRECIO



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

menos que el conjunto bursátil en períodos bajistas. Estos efectos son producto de estrategias conservadoras de inversión que intentan evitar los valores muy estrechos, y por tanto especulativos, en favor de los más líquidos y profundos que, en general, ofrecen una menor rentabilidad, incluso inferior a la del índice. A este respecto habría que añadir que, en períodos de estabilidad, las rentas generadas por las acciones (dividendos, derechos de suscripción, primas de asistencia), unidas al mantenimiento de un porcentaje de liquidez remunerada, impulsan a estos fondos a superar el valor del índice general de bolsa, lo cual, por otra parte, resulta lógico al ser éste un índice normal que sólo refleja las rentabilidades por variaciones de precios (cotizaciones) frente a un índice total que incorpora la reinversión de dividendos y derechos de suscripción en el propio mercado bursátil.

El perfil de estos rendimientos, correspondientes a cada categoría de participación, hay que relacionarlos con la evolución patrimonial reciente, así como, con la amplitud y difusión entre los inversores. A continuación se desarrolla el comportamiento de las principales cifras de las dos modalidades de fondos.

4.2 Los fondos de inversión mobiliaria (FIM)

En el período 1985-1991, los Fondos de Inversión Mobiliaria experimentaron una evolución desigual, con un crecimiento sostenido durante el período 85-88, un estancamiento en 1989 y 1990, y un crecimiento espectacular en los meses transcurridos de 1991 (ver cuadro 10). El patrimonio acumulado descendió ligeramente desde 569 m.m. en 1988 a 559 m.m. en de 1990; mientras que en septiembre de 1991 superaba los 1.200 m.m.; el número de partícipes alcanzó un máximo histórico en 1988 (518.200) y a partir de ese año registró una contracción significativa hasta situarse en 376.100 en 1990. Sin duda, las causas de este comportamiento están en la persistente variabilidad de los mercados de valores, con episodios de bruscas caídas de precios en octubre de 1987, octubre de 1989, agosto de 1990 y agosto de 1991, y en la disminución del nivel de cotizaciones de las acciones, que ha determinado bajas rentabilidades y un alto nivel de riesgo de la inversión en estos títulos.

Ello ha incentivado a los partícipes de Fondos de Inversión Mobiliaria, a trasladarse, preferentemente, a los Fondos de dinero. Sin embargo, en el período más próximo, por los motivos apuntados en el apartado anterior, el número de partícipes experimentó un fuerte crecimiento, superior a los 100.000, situándose la cifra en septiembre de 1991 en 488.000.

Cuadro 10. EVOLUCION DE LOS DISTINTOS TIPOS DE FONDOS DE INVERSION

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	SEP 1991
Número de Entidades							
FIM	30	49	89	144	171	206	267
FIAMM	-	10	16	31	41	62	80
Patrimonio (m.m.)							
FIM	155	392	389	569	556	559	1.284
FIAMM	-	49	120	224	337	652	1.483
Partícipes (miles)							
FIM	286	466	515	518	447	376	488
FIAMM	-	21	27	43	104	194	370
Participación media (miles)							
FIM	541	841	757	1.097	1.244	1.485	2.570
FIAMM	-	2.277	4.470	5.255	3.233	3.362	3.910

Fuentes: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

Respecto a la comercialización de esta modalidad de fondos de inversión mobiliaria, se considera entidad promotora aquella institución que bien tiene como filial de grupo a la sociedad gestora o bien tiene un porcentaje mayoritario de las acciones de la misma. En este sentido, las entidades bancarias canalizan la mayor parte de este negocio (ver cuadro 11). En 1990, las instituciones promovidas por bancos (43,2%) y las constituidas por cajas (21,8%) suponían, conjuntamente, casi los dos tercios del total. Esta cuota de mercado se acercaría al 75% de acuerdo con las cifras de patrimonio, ya que los bancos alcanzaban un 48,4% y las

Cuadro 11. DISTRIBUCION DE LOS FONDOS DE INVERSION SEGUN GRUPO FINANCIERO PROMOTOR

(en % sobre el total)

	Nº Instituciones			Patrimonio			Nº Partícipes		
	1989	1990	6ep 1991	1989	1990	6ep 1991	1989	1990	Sep 1991
F.I.M.									
Bancos	46,2	43,2	48,7	55,7	48,4	50,0	56,7	54,2	51,0
Cajas	23,4	21,8	18,0	26,9	25,2	28,5	38,8	39,3	41,6
Soc. y Ag. valores	17,5	20,0	15,7	7,8	11,2	9,0	2,5	3,8	4,0
Ent.Seguros	2,3	3,4	4,8	4,7	6,1	6,8	0,3	0,4	1,9
Otros ²	10,6	11,6	12,8	4,9	9,1	5,7	1,7	2,3	1,5
TOTAL FIM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Pro memoria									
Nº total	171	206	267	556 ¹	559 ¹	1.284 ¹	447.000	376.100	488.000
F.I.A.M.M.									
Bancos	43,9	41,9	52,5	39,7	42,7	56,0	30,9	24,9	39,2
Cajas	43,9	38,7	32,5	56,9	49,8	38,5	63,2	64,8	55,8
Soc. y Ag. valores	12,2	14,5	10,0	3,4	6,7	4,3	5,9	5,8	3,8
Ent.Seguros	0,0	1,6	1,2	0,0	0,3	0,5	0,0	0,2	1,0
Otros ²	0,0	3,3	3,8	0,0	0,5	0,7	0,0	4,3	0,2
TOTAL FIAPM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Pro memoria									
Nº Total	41	62	80	337 ¹	652 ¹	1.483 ¹	104.000	193.800	370.300

(1) Datos en m.m.

(2) Entidades de crédito de ámbito operativo limitado y sociedades gestoras de carteras

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

cajas un 25,2% del total en 1990. Por último, en relación al número de partícipes, la contribución de las entidades de crédito superaba el 90%, que se distribuía en un 54,2% para los bancos, y un 39,3% para las cajas. Las cifras correspondientes a septiembre de 1991 no hacen sino confirmar este proceso de concentración de Fondos de Inversión Mobiliaria en entidades bancarias en al menos dos aspectos: número de instituciones (66,7%) y patrimonio (78,5%) mientras que el número de partícipes muestra una estabilidad entorno al 93%.

Por su parte, los fondos promovidos por las sociedades y agencias de valores se encuentran a una considerable distancia en todas las magnitudes. Así, el patrimonio administrado en el tercer trimestre de 1991 suponía el 9,0% del total y aglutinaba el 4,0% del conjunto de partícipes. Las entidades de seguros, con tan sólo un 4,8% del número de Fondos de Inversión Mobiliaria, contribuían con el 6,8% del total de activos, si bien el número de partícipes era muy reducido (1,9% del total).

Estas cifras evidencian una diferente estrategia de las distintas entidades financieras. Mientras que las entidades bancarias ejercen la distribución minorista, a través de sus extensas redes de sucursales, con participaciones medias en torno a dos millones de pesetas, las sociedades y agencias de valores, con una comercialización más especializada en clientes de mayor renta, muestran participaciones medias de 5,8 millones de pesetas. Por su parte, las compañías de seguros se caracterizan por estrategias más personalizadas, escogiendo clientes de mucho mayor patrimonio. Para este grupo la participación media asciende a nueve millones de pesetas.

En 1990 se observó una disminución sensible de la cuota de mercado de los fondos administrados por las entidades crediticias en favor de otras instituciones. Esta evolución reflejaba el auge de las cuentas de alta remuneración y la desviación de la clientela interesada en fondos de inversión hacia sociedades de valores participadas por bancos y cajas. Sin embargo, ya en 1991 se aprecia (ver cuadro 11) una nueva recuperación del porcentaje de patrimonio total administrado por gestoras dependientes

de bancos y cajas, en el marco de una renovada competencia, en este segmento de mercado, por parte de las propias entidades crediticias.

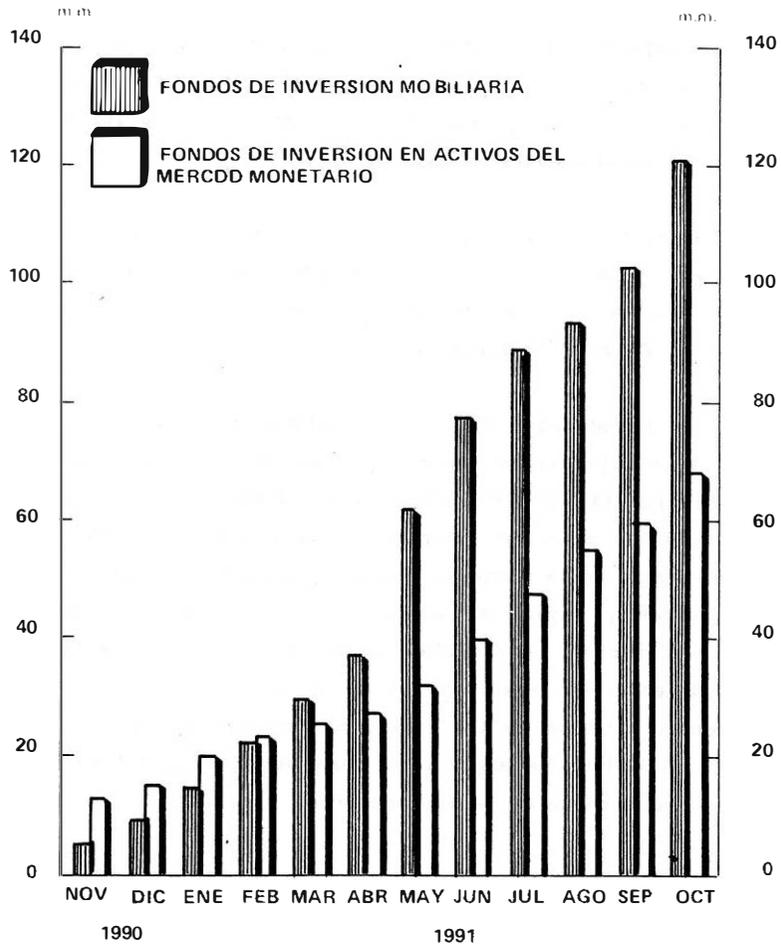
Respecto a los fondos que adoptan la forma de Fondos de Inversión Mobiliaria hay que señalar el extraordinario éxito de esta modalidad de fondos de deuda pública entre la comunidad inversora. Desde su constitución efectiva en noviembre de 1990 se ha producido una rápida expansión (ver gráfico 5), con especial intensidad a partir de abril, hasta alcanzar los 120 m.m. en octubre de 1991, es decir, un crecimiento medio de 9 m.m. mensuales. En esta evolución, además de los altos rendimientos señalados en el epígrafe anterior, han podido influir las fuertes expectativas bajistas en los tipos de interés existentes desde principios de 1991. Estas expectativas han inducido, a partir de marzo, a que el patrimonio gestionado por la modalidad de Fondos de Inversión Mobiliaria supere ampliamente a la de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

4.3. Los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM)

Como se aprecia en el cuadro 10, los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario, al contrario que los Fondos de Inversión Mobiliaria, registraron una expansión ininterrumpida a lo largo del período 1986-1990, que se ha acelerado perceptiblemente en los meses transcurridos de 1991.

Los motivos de la rápida difusión de estas instituciones en este período residen en: la menor dispersión de los rendimientos de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario; los elevados tipos de interés en los mercados monetarios; la preferencia de los inversores por el corto plazo, ante la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés; y, en el período más reciente, en el descenso de los tipos de interés de las cuentas de alta remuneración y en la generalización del uso de cuentas corrientes vinculadas a la disposición de los saldos de esta modalidad de fondos.

5. EVOLUCION PATRIMONIAL DE LOS FONDTESORO
 Período nov. 1990–oct. 1991



Fuente: Dirección General del Tesoro.

El panorama en la distribución de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario según los grupos financieros es algo distinto del expuesto para los Fondos de Inversión Mobiliaria. En general, dos son los aspectos destacables: por un lado, un liderazgo aún más marcado de las entidades de crédito en la comercialización de los Fondos de dinero (ver cuadro 11) y por otro, la distinta situación relativa de bancos y cajas de ahorro.

Las entidades bancarias canalizan la mayor parte de los recursos de esta modalidad de fondos alcanzando el 95% del patrimonio total (1.400 m.m.) y de los partícipes (351.500) con el 85% de las instituciones existentes (61 Fondos) en septiembre de 1991.

Las sociedades y agencias de valores mantienen una proporción muy minoritaria del mercado con 60 m.m. (4,3% del total), con tan sólo 14.000 partícipes (4%) y 8 Fondos de dinero (10%) en el tercer trimestre de este año. En este sentido, hay que señalar que a lo largo de 1990 se apreció un aumento de la cuota de las sociedades de valores en detrimento de la de bancos y cajas. Al igual que en el caso de los Fondos de Inversión Mobiliaria, la explicación de este comportamiento en dicho período puede estar en la estrategia bancaria de comercializar este tipo de instrumentos a través de las entidades características del mercado de valores con el objeto de ampliar su gama de productos financieros sin contaminar directamente el pasivo bancario.

Los Fondos de dinero promovidos por entidades de seguros tienen una importancia cuantitativa muy pequeña como consecuencia del reciente lanzamiento de estos productos.

Pueden apreciarse diferentes estrategias en la comercialización de estos productos por parte de las entidades crediticias, diferenciando dos etapas. Hasta finales de 1990 los bancos habían aumentado de 4,0 a 5,3 millones la participación media, captando 17.000 nuevos partícipes. Por su parte, las cajas la han disminuido de 2,8 a 2,3 millones en el mismo período, pero aumentando 63.000 partícipes.

Este comportamiento en la distribución de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario por las cajas pudo tener su origen en la intensificación de la competencia por el pasivo bancario que se registró desde finales de 1989. En este contexto, las cajas, en un intento de no encarecer rápidamente su pasivo y, al mismo tiempo, de no perder la clientela más exigente, canalizaron, en un principio, por esta vía, una mayor parte de la demanda de sus clientes de productos de alta rentabilidad. Ello se tradujo en una caída del patrimonio medio por partícipe. Los bancos por su parte siguieron un criterio más selectivo en su oferta de estos fondos, que se dirigía específicamente, a patrimonios de tamaño mediano y grande.

A lo largo de los meses transcurridos de 1991 se observa una actitud más agresiva de los bancos. Ello se refleja en un aumento de 550 m.m. con un ascenso de 13 puntos en la cuota de mercado de los activos gestionados y 95.000 partícipes más (39%), con un crecimiento de 14 puntos respecto a 1990, mientras que las cajas pierden cuota en todos los frentes. Sin embargo, no hay que olvidar que éstas ostentan todavía el primer puesto en cuanto a número de partícipes (206.500) representando el 56% del total.

Respecto a los fondosoro-Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario, hay que destacar el crecimiento de su patrimonio que, aunque menos intenso que el de los Fondos de Inversión Mobiliaria (ver gráfico 5), alcanzó los 67 m.m. en octubre de 1991, lo que supone un crecimiento medio de 5 m.m. mensuales desde noviembre de 1991. Las razones de este auge están en la extraordinaria publicidad institucional del Tesoro, en los altos rendimientos registrados, y, sobre todo, en la gran estabilidad de los mismos; y por último, en la posibilidad de efectuar las disposiciones contra cuenta corriente vinculada.

En resumen, la evolución conjunta de los distintos tipos de fondos (Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario) fue bastante dispar en el período 1985-1990, con una expansión mucho más acelerada en el caso de los Fondos de dinero. Sin embargo, en los meses transcurridos de 1991, ambos tipos de fondos han registrado un auge rapidísimo, creciendo más del doble las cifras de

balance en el período enero-septiembre 1991 (2.770 m.m.) y aumentando más de un 50% el número de partícipes (860.000) (ver cuadro 10).

Esta preferencia por parte del público por mantener parte de su riqueza financiera en forma de participaciones de fondos de inversión puede tener implicaciones en la evolución e interpretación de los agregados monetarios. A continuación se desarrolla algunas consideraciones sobre las implicaciones que pueden tener estas instituciones en la liquidez del sistema.

5. Los agregados monetarios y los fondos de inversión

En la actualidad, los fondos de inversión están considerados como "público", esto es, dentro del esquema de definición de los agregados monetarios, tanto los Fondos de Inversión Mobiliaria como los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario están sectorizados junto con las familias y empresas no financieras. Por tanto, los activos líquidos de su balance se incluyen en las correspondientes magnitudes monetarias.

Dada la liquidez de las participaciones en los fondos y su alto grado de sustituibilidad con los pasivos bancarios, los fondos podrían sectorizarse como instituciones financieras. En la medida en que esto se hiciera así, los pasivos líquidos de estas instituciones deberían ser incluidos en la definición de ALP en lugar de sus activos líquidos, como ocurre ahora. La opción entre una u otra sectorización carecería de importancia práctica para la definición del agregado si estas instituciones fuesen "transparentes", es decir, si el volumen y la liquidez de sus pasivos frente al público estuviesen adecuadamente representados por sus tenencias de activos líquidos. A este respecto, un primer obstáculo para que se cumpla el principio de transparencia es que el colectivo de partícipes puede estar integrado tanto por residentes como por no residentes, ya que la toma de participaciones por estos últimos está liberalizada. De esta forma, según la actual sectorización de los fondos de inversión los activos líquidos en manos del público pueden estar recogiendo activos cuyo tenedor último son sujetos no residentes, cuyas tenencias de activos líquidos no deberían incorporarse a las medidas de

liquidez que tienen relevancia para las decisiones de gasto. No obstante, el volumen de participaciones de fondos de inversión en poder de no residentes asciende, según datos del registro de caja a 2 m.m. en el período enero-septiembre de 1991, por lo que su efecto sobre la composición de ALP no es muy significativo.

A la vista de los balances de los fondos de inversión (véase cuadro 12) se puede afirmar que el volumen de activos incluidos en la definición de ALP (liquidez más valores públicos) mantenidos en la cartera de estas instituciones viene aumentando progresivamente, tanto en términos absolutos como en proporción sobre el patrimonio total en el período 1985-1991. Así, si se supone que la totalidad de la partida de valores públicos fueran letras o repos de deuda (cuestión bastante aproximada a la realidad, especialmente en el caso de los Fondos de dinero, dado que, por imperativo legal, deben invertir al menos el 90% de su activo en instrumentos a corto plazo), sus activos líquidos han debido crecer desde 100 m.m. en 1985 hasta 2.000 m.m. en junio de 1991. Esta expansión de los instrumentos líquidos en el activo de los fondos no sólo es consecuencia de un incremento constante del patrimonio neto, sino también de una preferencia más definida a partir de 1988 por los valores públicos que se ha reflejado en un aumento de 31 puntos porcentuales en su peso en el balance. Esta preferencia es, sin duda, consecuencia de la mayor liquidez y profundidad que ha adquirido en los últimos 3 años el mercado de deuda pública en anotaciones y de unos altos tipos de interés de estos instrumentos sin riesgo. La tesorería, por su parte, si bien en términos absolutos ha crecido, en relación al activo total se estabilizó desde 1987 hasta 1991 en la banda del 4-5%. De esta forma, la demanda que ejercen estas instituciones sobre activos incluidos en ALP, ha aumentado considerablemente en los últimos 6 años al pasar de representar el 0,4% de dicho agregado en 1985 al 4,1% en septiembre de 1991 (ver gráfico 6).

Para comprobar si los fondos de inversión cumplen la característica de transparencia antes definida, resulta conveniente observar la evolución de los pasivos líquidos (constituídas por las cuentas pasivas de "partícipes", "revalorización de cartera" y "resultados") de estas instituciones y, sobre todo, la diferencia entre éstos y sus activos líquidos incluidos actualmente en ALP.

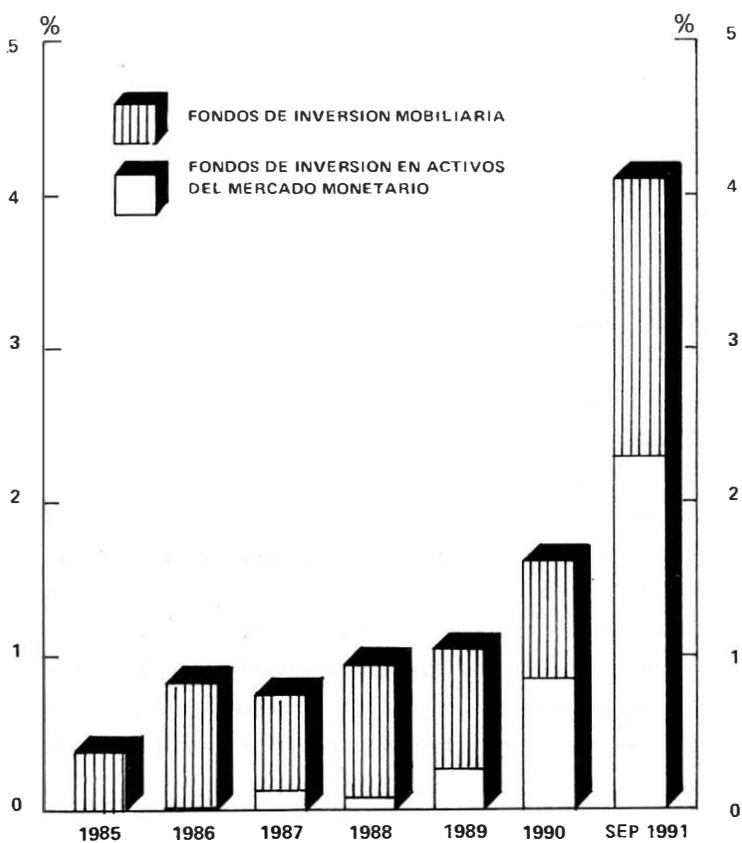
Cuadro 12. EVOLUCION DE LOS BALANCES DE LOS FONDOS DE INVERSION EN PERIODO1985-SEPTIEMBRE 1991

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	SEP 1991
I. Balance en m.m.							
1. Liquidez	16	29	29	41	43	46	107
2. Valores públicos	84	214	223	310	388	698	1.942
3. Valores privados a corto	5	43	96	243	246	236	232
4. Renta fija privada	25	91	78	97	106	108	336
5. Renta variable	14	39	55	65	69	54	67
6. Deudores	12	25	28	37	41	68	83
Activo=Pasivo computable	155	441	509	793	893	1.210	2.767
7. Participes	129	369	414	648	698	928	2.338
8. Revalorización	7	21	6	10	7	19	20
9. Resultados	8	27	62	109	165	216	233
10. Acreedores	12	23	26	26	23	48	76
II. Balance en %							
1. Liquidez	10,2	6,6	5,8	5,2	4,8	3,8	3,9
2. Valores públicos	53,9	48,6	43,8	39,1	43,5	57,6	70,2
3. Valores privados a corto	3,0	9,7	18,8	30,7	27,6	19,5	8,4
4. Renta fija privada	16,1	20,6	15,3	12,2	11,9	8,9	12,1
5. Renta variable	9,0	9,0	10,8	8,2	7,7	4,5	2,4
6. Deudores	7,7	5,6	5,5	4,7	4,6	5,6	4,3
Total %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
7. Participes	83,0	83,9	81,4	81,4	78,2	76,6	84,5
8. Revalorización	4,3	4,8	1,3	1,2	0,8	1,5	0,7
9. Resultados	4,9	6,1	12,3	13,7	18,4	17,9	12,1
10. Acreedores	7,8	5,3	5,1	3,3	2,6	3,9	2,7

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La evolución de los pasivos líquidos del total de fondos de inversión ha crecido progresivamente en valores absolutos, pasando desde los 143 m.m. a los 2.700 m.m. entre 1985 y septiembre de 1991. Estas partidas se encuentran muy alineadas con el valor total del activo.

**6. PARTICIPACION DE LOS ACTIVOS LIQUIDOS (a)
DE LOS FONDOS DE INVERSION EN ALP
Sectorización actual**



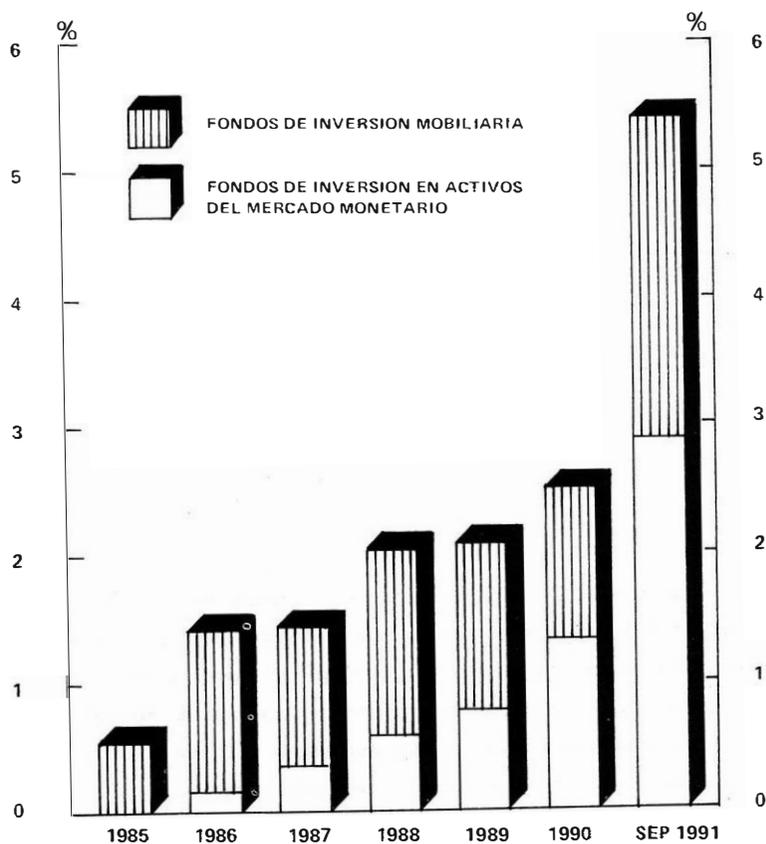
Fuente: Banco de España.
(a). Liquidez + valores públicos.

Si se observa el gráfico 7, los pasivos líquidos de los fondos de inversión en su conjunto han aumentado su proporción respecto a ALP desde una cota mínima del 0,5% en 1985 hasta un 5,4% en el tercer trimestre de 1991. La extensión del proceso ha sido bastante constante y la ganancia media anual en el período 1985-1990 ha sido de 0,3 puntos de ALP al año. Este proceso se ha intensificado en el período más reciente con una ganancia de 3 puntos porcentuales a lo largo de los nueve primeros meses de 1991.

Las diferencias entre pasivos y activos líquidos del conjunto de los fondos de inversión aparecen recogidos en el cuadro 13, en términos de porcentaje sobre el balance total. Como puede apreciarse, las diferencias son siempre positivas, es decir, que los recursos captados por estas instituciones no se materializan en su totalidad en valores incluidos en ALP sino que un porcentaje variable se destina, dependiendo de las expectativas de los distintos mercados, a valores a medio y largo plazo (acciones, obligaciones y bonos, públicos y privados y empréstitos del crédito oficial) o a valores a corto plazo no incluidos en ALP (pagarés de empresa). Por otra parte, la evolución de esta diferencia presenta dos tendencias contrapuestas: un crecimiento desde 1985 (28%) hasta 1988 (52,5%) y un descenso desde entonces hasta septiembre de 1991 (23,10%). Por tanto, la serie de diferencias no ofrece una tendencia definida y tampoco sigue una relación estable con alguna partida del balance y con algún agregado monetario. Estos resultados inducen a pensar que estas instituciones no se pueden considerar como entidades plenamente transparentes.

Sin embargo, a pesar del no demasiado alto nivel de transparencia observado para estas instituciones, la contribución al crecimiento de la liquidez, cuando se consolidan los fondos de inversión en el balance del sistema crediticio ampliado, es muy reducida, incluso en el período en el que la expansión de estas instituciones y los cambios en la estructura de sus carteras han sido más marcados. Como se aprecia en el cuadro 13 la tasa corregida de ALP cuando se cambia la sectorización de los fondos no se desvía significativamente de la registrada con la

7. PARTICIPACION DE LOS PASIVOS LIQUIDOS (a)
 DE LOS FONDOS DE INVERSION EN ALP
 Sectorización alternativa



Fuente: Banco de España.
 (a). Participes + revalorización + resultados.

Cuadro 13. ALP Y LOS ACTIVOS Y PASIVOS LIQUIDOS DE LOS FONDOS DE INVERSION

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	SEP 1991
TOTAL FONDOS DE INVERSION (en % del total balance)							
Activos líquidos (a)	64,1	55,2	49,5	44,3	48,3	61,5	74,0
Pasivos líquidos (b)	92,1	94,7	94,9	96,7	97,4	96,1	97,1
Diferencia (b)-(a)	28,0	39,5	45,3	52,5	49,2	34,6	23,1
TASA DE ALP (T_{12}^1 en saldos a fin de mes)							
Observada (c)	12,95	12,61	14,25	11,33	11,00	11,85	12,01
Corregida (d)	13,02	13,09	14,36	11,80	10,94	11,67	12,24
Diferencia (d)-(c)	0,06	0,48	0,11	0,47	-0,06	0,17	0,23

Fuente: Banco de España.

Notas:

(a) Instrumentos actualmente incluidos en la definición vigente de ALP.

(b) Instrumentos incluidos en el agregado monetario si se procesa a la sectorización de los fondos como instituciones financieras.

(c) Tasa actual en la que se encuentran integrados los activos líquidos de los fondos de inversión.

(d) Tasa que integra los pasivos líquidos de los fondos pero excluye sus activos líquidos.

sectorización actual en el período 1985 - septiembre 1991. No hay que olvidar que entre los que se consideran activos líquidos de los fondos se encuentran los valores públicos a largo plazo -que no están incluidos en ALP- que podrían distorsionar la interpretación del agregado monetario corregido. No obstante en la actualidad estos valores a largo plazo tienen una importancia relativa no significativa.

Por todo ello, la importancia práctica de realizar un cambio de sectorización, integrando los fondos como instituciones financieras, es reducida, ya que no aporta información relevante en la interpretación de los agregados monetarios. En cambio, supondría la imposición de unos requerimientos de información mucho más estrictos sobre los balances de estas instituciones -que, además, están sujetas a una entidad supervisora

diferente de los emisores de instrumentos actualmente incluidos en ALP-. Esta es la razón por la que la reforma de los agregados monetarios que se aplicará en España a partir de 1992 no contempla el cambio en la sectorización de los fondos de inversión.

6. Perspectivas y conclusiones

Los fondos de inversión se presentan como la forma de inversión colectiva con más amplias posibilidades de desarrollo, frente al cierto retraso de otras modalidades de ahorro colectivo que no han conseguido capitalizar sus ventajas comparativas. Este no es el caso de los fondos de pensiones para los que se estima un crecimiento sostenido en los próximos años, en un contexto de mayor cobertura individual o empresarial de las prestaciones de jubilación, así como por un mejor tratamiento fiscal (con la nueva Ley del impuesto sobre las rentas de las personas físicas se ha aumentado de 500.000 a 750.000 pesetas de desgravación en la base, si bien se ha suprimido la deducción de la cuota).

En los últimos años, y con especial intensidad en los meses transcurridos de 1991, se viene observando una creciente preferencia del público por mantener parte de su riqueza financiera en forma de participaciones de fondos de inversión y cabe prever un amplio desarrollo en los próximos años, ya que existen fundadas razones, tanto de oferta como de demanda, que impulsan su expansión.

Para sus promotores, fundamentalmente las entidades bancarias, la extensión de los fondos les permiten:

- Captar una mayor cuota de los flujos de ahorro privado libres de coeficiente.
- Ello junto a las favorables condiciones fiscales de estos instrumentos, hace que puedan ofrecer un activo con una elevada rentabilidad, que en términos financiero-fiscales es significativamente superior a las cuentas y depósitos de alta

remuneración, de forma que los bancos y cajas pueden atender, con esta fórmula, los requerimientos de la clientela más exigente.

- Comercializar nuevos productos de ahorro-inversión que, en definitiva, resultan una actividad rentable, ya que proporcionan unos ingresos por comisiones sin riesgo, al estar estos poco sometidos a la coyuntura monetario-financiera.
- Distribuir de una forma fluida los fondos, bajo forma de Fondos de Inversión Mobiliaria como de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario, que cuentan con una decidida promoción por parte de la Dirección General del Tesoro, en el ánimo de colocar, con un considerable éxito en el período más reciente, deuda del Estado entre el público.

Para los demandantes esta forma de materializar su ahorro resulta atractiva ya que les proporciona:

- Una fiscalidad favorable.
- Una remuneración acorde a los mercados monetarios y de valores
- Un elevado grado de liquidez de sus inversiones dado que pueden convertir las participaciones en medios de pago con rapidez.

Alguno de los efectos que, sobre el sistema financiero en su conjunto, pueden inducir la amplia difusión de las participaciones de fondos de inversión son:

- Una mayor importancia relativa de las decisiones y de las políticas de inversión de las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva, ya que se generaliza un proceso de traslado de cuentas y de depósitos de alta remuneración hacia participaciones de fondos de inversión. Este hecho provocará una reducción en el crecimiento de los balances bancarios, caso de no ceder temporalmente la cartera de valores públicos a los fondos, en beneficio de los balances de los fondos.

- Este proceso sostendrá una demanda institucional creciente de valores públicos, a la vez que la participación en los fondos sustituirá otras formas de inversión individual en deuda del Tesoro menos beneficiosas fiscalmente.
- El desarrollo de los fondos estimulará la creciente transformación de instrumentos de crédito en valores. De esta forma, las entidades de crédito podrán movilizarlos hacia los fondos de inversión.
- El proceso anterior puede generar, al propio tiempo, una expansión de las emisiones netas de valores privados que redundaría en un aumento de la profundidad y la liquidez de los mercados de valores privados.
- Es previsible también que se produzca una reducción en términos absolutos del margen de ordinario de las entidades de crédito, en la medida en que los diferenciales entre activos y pasivos de bancos y cajas son superiores, globalmente, a las comisiones de gestión y depósito.
- Una mayor difusión de la modalidad de los Fondos de dinero, como consecuencia de su menor plazo de liquidación y de la posibilidad de utilizar talonario de cheques o tarjetas de crédito en el reembolso de las participaciones y de una promoción generalizada en el marco de una renovada competencia bancaria en el terreno de las llamadas "cuentas corrientes con altas ventajitas fiscales".

Las principales repercusiones de todo ello sobre el proceso de control monetario son, en principio, las siguientes:

- Los fondos de inversión, y especialmente los Fondos de dinero, gozan de un elevado nivel de liquidez, que los hace altamente sustitutivos con los depósitos bancarios tradicionales.
- Los fondos de inversión no son instituciones transparentes, en el sentido de que no todos los pasivos emitidos por estas entidades se materializan en activos integrados en la definición de ALP. Sin embargo, la incidencia del desarrollo de estas instituciones en la

expansión de la liquidez del sistema es reducida, en la medida en la que el crecimiento de los fondos no altera sensiblemente la estructura global de las carteras del público. Al menos esto es lo que se deriva del período analizado, que ha sido en el que se han producido las alteraciones más marcadas.

- El análisis comparado de los países comunitarios revela que, excepto Francia, ningún país ha incluido en su agregado de control los pasivos de los fondos de inversión, quizás como consecuencia de considerarlos entidades transparentes, o quizás porque su grado de liquidez se considera menor que el de los depósitos. Francia, desde octubre de 1990 ha integrado las participaciones de las Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) en la variable M3, dado el extraordinario crecimiento de estas participaciones en los últimos tres años y las distorsiones que ello producía en la evolución del agregado objetivo¹⁴.
- En nuestro país, las cifras relativas de los fondos de inversión respecto a las magnitudes monetarias han sido pequeñas (bastante menores que las de otros países que mantiene la misma sectorización que España). Ello, unido a la reducida contribución a la tasa de crecimiento de ALP cuando se corrige su definición para incorporar los pasivos líquidos de fondos de inversión, ha hecho poco necesario el cambio de sectorización de los fondos de inversión. Por otro lado, la información disponible sobre estas instituciones ha sido escasa y con un desglose insuficiente.
- No obstante, hay que señalar la necesidad de realizar un estrecho seguimiento de la evolución de los fondos de inversión. Dependiendo de la expansión futura de los fondos y de la estructura que mantengan

¹⁴ En los años recientes el público desplazó un volumen importante de recursos desde depósitos de ahorro y certificados de depósito hacia participaciones en las SICAV dado el elevado grado de rentabilidad y liquidez que ofrecían frente a la limitación de los intereses de los pasivos bancarios. A partir de la liberalización de los movimientos de capital, en enero de 1990, las SICAV invirtieron gran parte de los fondos captados en activos exteriores. Al no estar incluidos estos últimos en el agregado objetivo, provocaron una brusca caída en el ritmo de crecimiento de éste, distorsionando la valoración de su evolución.

sus carteras, pudiera resultar conveniente la inclusión de los pasivos líquidos de estas instituciones frente al público en los agregados monetarios respectivos. Para ello, se hace preciso mejorar la información actualmente disponible y estudiar las relaciones de sustitución entre instrumentos incluidos en el agregado monetario objeto de control y las participaciones en fondos de inversión -o en tipos específicos de éstos- y comprobar la estabilidad y predictibilidad de la relación del nuevo agregado que incluya las participaciones en fondos de inversión con el gasto nominal.

BIBLIOGRAFIA

BANQUE DE FRANCE (1990): "La reforme des agregats de monnaie et le nouveau cadre d'analyse conjoncturelle des evolutions monetaires et financieres". Bulletin mensuel. Octobre.

BANK OF ENGLAND (1991): "The development of pension funds: an international comparison". Quarterly bulletin. August.

BEZOLD, A. (1990): "Changes in eligible investments for unit trusts". Financial regulation report. July-august.

CARBAJO, D. (1991): "La nueva fiscalidad de las instituciones de inversión colectiva". Impuestos: revista de doctrina, legislación y jurisprudencia. Abril.

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1990): "Informe sobre instituciones de inversión colectiva". Publicación trimestral.

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1990): "Informe anual 1989 y 1990.

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1990): "Nueva Legislación del Mercado de Valores". Febrero

DAVIS, E.P. (1991): "Financial market activity of life insurance companies and pension funds". Bank for International Settlements. Economic papers nº 21. Basle.

FEDERATION INTERNATIONALE DES BONISES DE VALEURS (1990): "Rapport Annuel 1989 et 1990".

GARCIA-VAQUERO, V. (1991): "La inversión colectiva y los agregados monetarios". Banco de España. Documento interno EC/1991/59. Septiembre.

GIL, E. (1990): "Los fondos de inversión fondtesoros: una nueva forma de invertir en deuda pública". Actualidad financiera.

IMI GROUP (1990): "The implementation of the community directive concerning undertakings for collective investment in transferable securities". Documentation of the Centre for Research in Finance. Roma.

MINISTERIO DE ECONOMIA Y HACIENDA. DIRECCION GENERAL DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA (1990): "Aspectos básicos del nuevo Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva". Boletín económico ICE nº 2.256.

MINISTERIO DE HACIENDA (1973): "Memoria de la Dirección General de Política Financiera". Información estadística de los ejercicios 1971, 1972 y 1973.

PELLICKER, M. (1985): "Actuación de los fondos de inversión en el mercado monetario". Boletín económico del Banco de España. Febrero. Págs. 13-16

VAUGHAN, J.W. (1990): "The regulation of unit trusts". Lloyd's of London.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 8801 **Agustín Maravall:** Two papers on ARIMA signal extraction.
- 8802 **Juan José Camio y José Rodríguez de Pablo:** El consumo de Alimentos no elaborados en España: Análisis de la información de MERCASA.
- 8803 **Agustín Maravall and Daniel Peña:** Missing Observations in Time Series and the «DUAL» Autocorrelation Function.
- 8804 **José Viñals:** El Sistema Monetario Europeo. España y la política macroeconómica. (Publicada una versión en inglés con el mismo número.)
- 8805 **Antoni Espasa:** Métodos cuantitativos y análisis de la coyuntura económica.
- 8806 **Antoni Espasa:** El perfil de crecimiento de un fenómeno económico.
- 8807 **Pablo Martín Aceña:** Una estimación de los principales agregados monetarios en España: 1940-1962.
- 8808 **Rafael Repullo:** Los efectos económicos de los coeficientes bancarios: un análisis teórico.
- 8901 **M^a de los Llanos Matea Rosa:** Funciones de transferencia simultáneas del índice de precios al consumo de bienes elaborados no energéticos.
- 8902 **Juan J. Dolado:** Cointegración: una panorámica.
- 8903 **Agustín Maravall:** La extracción de señales y el análisis de coyuntura.
- 8904 **E. Morales, A. Espasa y M. L. Rojo:** Métodos cuantitativos para el análisis de la actividad industrial española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9001 **Jesús Albarracín y Concha Artola:** El crecimiento de los salarios y el deslizamiento salarial en el período 1981 a 1988.
- 9002 **Antoni Espasa, Rosa Gómez-Churruca y Javier Jareño:** Un análisis econométrico de los ingresos por turismo en la economía española.
- 9003 **Antoni Espasa:** Metodología para realizar el análisis de la coyuntura de un fenómeno económico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9004 **Paloma Gómez Pastor y José Luis Pellicer Miret:** Información y documentación de las Comunidades Europeas.
- 9005 **Juan J. Dolado, Tim Jenkinson and Simon Sosvilla-Rivero:** Cointegration and unit roots: A survey.
- 9006 **Samuel Bentolila and Juan J. Dolado:** Mismatch and Internal Migration in Spain, 1962-1986.
- 9007 **Juan J. Dolado, John W. Galbraith and Anindya Banerjee:** Estimating euler equations with integrated series.
- 9008 **Antoni Espasa y Daniel Peña:** Los modelos ARIMA, el estado de equilibrio en variables económicas y su estimación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9009 **Juan J. Dolado and José Viñals:** Macroeconomic policy, external targets and constraints: the case of Spain.
- 9010 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and John W. Galbraith:** Recursive and sequential tests for unit roots and structural breaks in long annual GNP series.
- 9011 **Pedro Martínez Méndez:** Nuevos datos sobre la evolución de la peseta entre 1900 y 1936. Información complementaria.
- 9101 **Javier Valles:** Estimation of a growth model with adjustment costs in presence of unobservable shocks.
- 9102 **Javier Valles:** Aggregate investment in a growth model with adjustment costs.

- 9103 **Juan J. Dolado:** Asymptotic distribution theory for econometric estimation with integrated processes: a guide.
- 9104 **José Luis Escrivá y José Luis Malo de Molina:** La instrumentación de la política monetaria española en el marco de la integración europea. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9105 **Isabel Argimón y Jesús Briones:** Un modelo de simulación de la carga de la deuda del Estado.
- 9106 **Juan Ayuso:** Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9107 **Juan J. Dolado y José Luis Escrivá:** La demanda de dinero en España: definiciones amplias de liquidez. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9108 **Fernando C. Ballabriga:** Instrumentación de la metodología VAR.
- 9109 **Soledad Núñez:** Los mercados derivados de la deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento.
- 9110 **Isabel Argimón y José M^a Roldán:** Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9111 **José Luis Escrivá y Román Santos:** Un estudio del cambio de régimen en la variable instrumental del control monetario en España. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9112 **Carlos Chuliá:** El crédito interempresarial. Una manifestación de la desintermediación financiera.
- 9113 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas.
- 9114 **Miguel Sebastián:** Un análisis estructural de las exportaciones e importaciones españolas: evaluación del período 1989-91 y perspectivas a medio plazo.
- 9115 **Pedro Martínez Méndez:** Intereses y resultados en pesetas constantes.
- 9116 **Ana R. de Lamo y Juan J. Dolado:** Un modelo del mercado de trabajo y la restricción de oferta en la economía española.
- 9117 **Juan Luis Vega:** Tests de raíces unitarias: aplicación a series de la economía española y al análisis de la velocidad de circulación del dinero (1964-1990).
- 9118 **Javier Jareño y Juan Carlos Delrieu:** La circulación fiduciaria en España: distorsiones en su evolución.
- 9119 **Juan Ayuso Huertas:** Intervenciones esterilizadas en el mercado de la peseta: 1978-1991.
- 9120 **Juan Ayuso, Juan J. Dolado y Simón Sosvilla-Rivero:** Eficiencia en el mercado a plazo de la peseta.
- 9121 **José M. González-Páramo, José M. Roldán y Miguel Sebastián:** Issues on Fiscal Policy in Spain.
- 9201 **Pedro Martínez Méndez:** Tipos de interés, impuestos e inflación.
- 9202 **Víctor García-Vaquero:** Los fondos de inversión en España.

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores a 1988 figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

Información: Banco de España
Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión
Teléfono: 338 51 80
Alcalá, 50. 28014 Madrid