LAS ENTIDADES DE CREDITO ANTE LA POPULARIZACION DE LA INVERSION COLECTIVA

Carlos CONTRERAS (*)

I. INTRODUCCION

El mercado español de inversión colectiva, aunque pequeño desde cualquier comparación internacional, está mostrando recientemente una significativa recuperación, particularmente a través del desarrollo de los fondos de inversión (en concreto, de los fondos de dinero) y, en menor medida, por el comportamiento de las sociedades de inversión.

El presente trabajo repasa algunos de los principales rasgos de nuestro mercado, describe el papel de las instituciones de inversión colectiva en el mercado financiero español y comenta los principales factores de la competitividad de los fondos de inversión como productos financieros.

Dado que la propiedad del sector de la inversión colectiva se concentra intensamente en bancos y cajas de ahorros en la actualidad, la evolución de estos instrumentos dependerá crucialmente de la actitud de estas entidades de depósito en el proceso de comercialización de dichos productos.

En este sentido, la estrategia de las entidades respecto del proceso de desintermediación parece decisiva. Si el proceso de desintermediación continúa avanzando en nuestro país, es de prever un prometedor futuro para los fondos de inversión, no sólo porque éstos constituyen la vía natural de acceso de las familias a los modernos mercados financieros, sino también porque resulta de interés para las entidades de depósito fomentar comparativamente este tipo de «desintermediación vinculada», tanto en términos de margen financiero como de fidelización de sus clientes.

II. ALGUNAS CARACTERISTICAS DEL MERCADO ESPAÑOL

El mercado español de inversión colectiva se caracteriza, entre otras circunstancias, por mostrar:

a) una dimensión comparativamente reducida en relación con los mercados de países de su entorno;

b) una evolución reciente muy dinámica y la incorporación de importantes novedades legislativas;

c) una estructura de la propiedad bastante concentrada en el sector bancario, lo que ha condicionado de manera muy significativa su evolución en los últimos años, y

d) un notable grado de concentración en la oferta.

1. Dimensión del mercado nacional

La industria internacional de la inversión colectiva es relativamente heterogénea por mercados, tanto desde la perspectiva de sus hábitos financieros como del papel de los agentes protagonistas y de su dimensión.

Por lo que respecta a esta última circunstancia, mientras que en Estados Unidos el patrimonio de los fondos de inversión representa algo menos de un 20 por 100 del PIB, y una cifra similar en Francia, en Japón significa un 15 por 100, y este *ratio*, en el caso español, se sitúa en torno al 2 por 100.

Como se aprecia en el gráfico 1, el mercado japonés ha mostrado una participación, en general, creciente en el «mercado global», habiendo ganado en el período 1985-89 aproximadamente nueve puntos porcentuales, situándose en torno al 21 por 100; Estados Unidos ha perdido aproximadamente 18 puntos en su participación en el mismo período, representando a pesar de ello el 50 por 100 aproximadamente del mercado global, y la participación del mercado europeo, por su parte, ha experimentado un avance de nueve puntos, hasta situar su presencia en torno al 29 por 100.

Dentro del mercado europeo de fondos de inversión, destaca particularmente la participación de la industria francesa, que durante el período de 1985-89 ha mostrado una participación entre el 47 y el 49 por 100; Reino Unido, con una participación entre el 15 y el 18 por 100, y la República Federal Alemana, con una presencia entre el 10 y el 12 por 100 (gráfico 2).

En este contexto europeo, la participación del mercado español ha pasado de representar un 0,6 por 100 en 1985 a significar, en 1989, un 1,3 por 100, que sin duda constituye todavía un nivel pequeño en relación con la potencialidad de nuestro mercado. En el escenario global, la participación del mercado español ha avanzado en el mismo período entre el 0,1 y el 0,4 por 100 (gráfico 3).

2. Evolución reciente del mercado nacional

La evolución reciente de nuestro mercado de inversión colectiva se ha caracterizado por un notable dinamismo y por algunas transformaciones significativas, como lo demuestran las siguientes circunstancias:

En primer término, durante el período 1985-89 el valor del patrimonio gestionado de fondos de inversión se multiplicó por 6,1 en nuestro país, mientras que este ritmo de avance resultó, en el mismo período, para la media de la Comunidad Europea, de un 2,7. En el mercado global, que consideraría Europa, Estados Unidos y Japón, el volumen patrimonial se multiplicó tan sólo por 1,9. Aunque las diferencias en las tasas de crecimiento deben matizarse por el hecho de considerar en nuestro mercado un nivel de partida muy inferior, reflejan en cualquier caso una evolución muy dinámica (gráfico 4).

De hecho, en el período 1985-90 el número de fondos de inversión se multiplicó en nuestro país por 8,2 y el número de partícipes por 2 (gráficos 5 y 6). Como consecuencia de este comportamiento, en términos de PIB, el saldo patrimonial de nuestro mercado pasó del 0,5 por 100 en 1985 al 1,9 por 100 en 1989 (gráfico 7).

3. Fondos de inversión *versus* sociedades de inversión

El avance de la inversión colectiva en nuestro país, en los últimos tiempos, se ha concentrado en el submercado de fondos de inversión y dinero, mientras que las sociedades de inversión mobiliaria, tanto de capital fijo como de capital variable, han experimentado una evolución mucho menos espectacular. En el período 1985-90, el número total de sociedades de inversión mobiliaria tan sólo creció un 39 por 100, y el valor patrimonial se multiplicó por dos mientras que en idéntico período los fondos de inversión multiplicaron por 7,5 su patrimonio.

Como resultado, la participación de los fondos de inversión en el mercado pasó de un 46 a un 76 por 100 entre 1985 y 1990 (gráfico 8).

Como consecuencia del diferente comportamiento del valor patrimonial y del número de partícipes en el caso de los fondos de inversión, si bien el saldo medio gestionado por fondo se mantuvo relativamente estable en el período 1985-90, reduciéndose ligeramente de 4.800 millones de pesetas a 4.400 millones, se produjo un incremento muy sustancial del saldo medio mantenido por partícipe, que pasó de 500.000 pesetas aproximadamente, en 1985, a 1,9 millones en 1990.

Esta evolución se justifica, primero, por el incremento del saldo medio por partícipe en los fondos de inversión (que ha pasado de 500.000 pesetas en 1985 a 1,3 millones en 1990) y también como resultado del importante avance de la participación de los fondos de dinero en nuestro mercado durante este período, toda vez que la participación media en este tipo de instrumento se situó en torno a 3,3 millones de pesetas (1) (gráfico 9).

Respecto de esta última cuestión, resulta oportuno comentar la muy significativa modificación de la estructura de la oferta de instituciones de inversión colectiva por instrumentos, que ha tenido lugar en los últimos años, dentro del mercado de fondos de inversión en nuestro país. Mientras que en 1985 no existían fondos de dinero en nuestro mercado (2), en 1990 el 21 por 100 de las instituciones en este mercado eran fondos de dinero, y más del 51 por 100 del volumen patrimonial se situaba en estos fondos de inversión en activos del mercado monetario (gráfico 10).

En otro orden de cosas, y por lo que respecta a la política de inversiones, se ha producido desde 1988 una pérdida de dos puntos en la participación de la renta variable en el patrimonio, hasta situarse en torno al 11 por 100.

En este sentido, la comparación internacional de las inversiones de las instituciones de inversión colectiva muestra niveles similares de liquidez, una proporción inferior del patrimonio invertido en acciones en el caso español y una participación significativamente muy superior de la inversión en deuda pública en nuestro caso. Desde esta perspectiva, el caso español ocupa una posición mixta

Gráfico 1

EVOLUCION DE LA PARTICIPACION POR BLOQUES EN INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSION

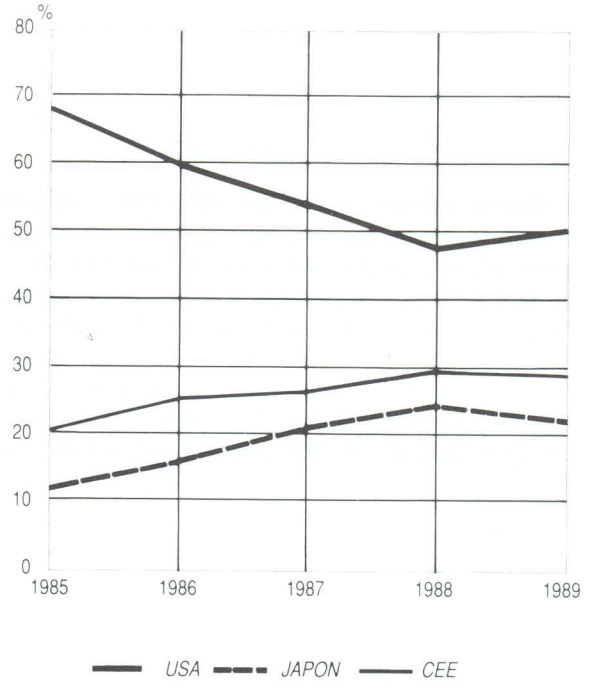


Gráfico 2

EVOLUCION DE LA PARTICIPACION DE MERCADOS NACIONALES EN INDUSTRIA EUROPEA DE FONDOS DE INVERSION

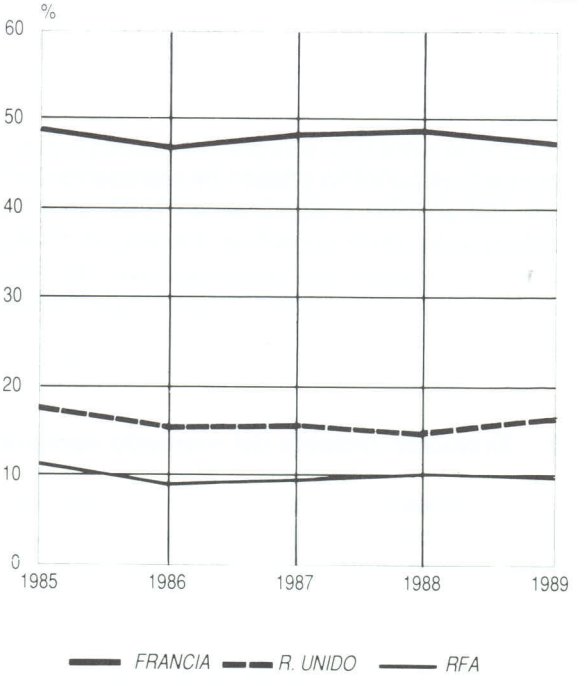


Gráfico 3

EVOLUCION DE LA PARTICIPACION DEL MERCADO ESPAÑOL EN INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSION

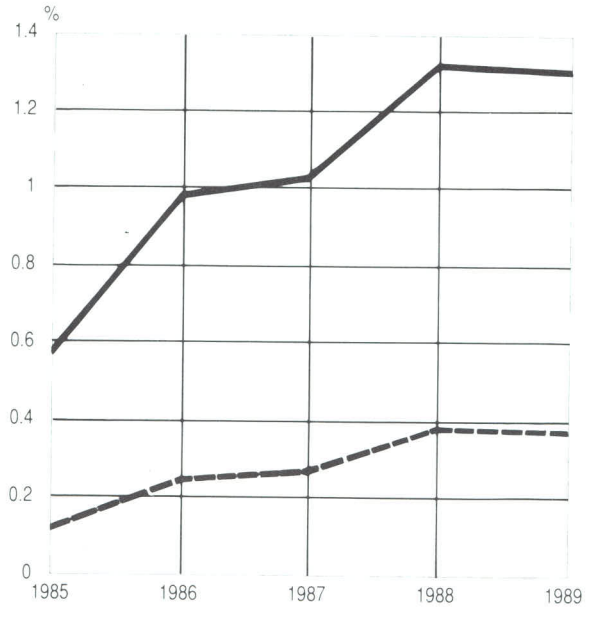
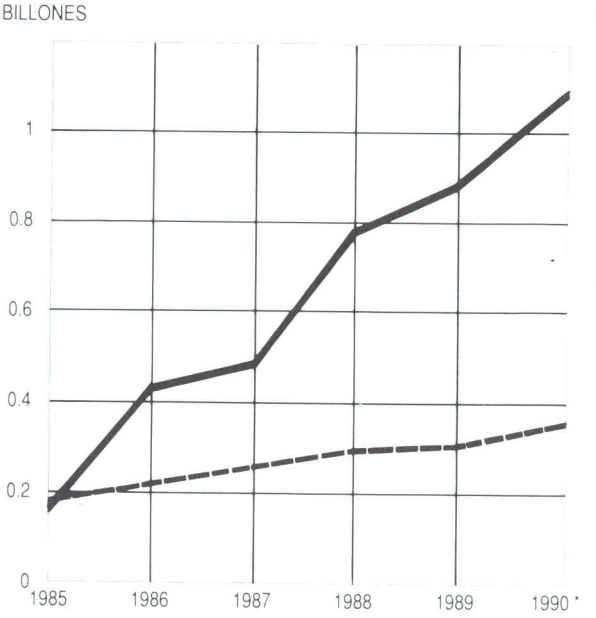


Gráfico 4

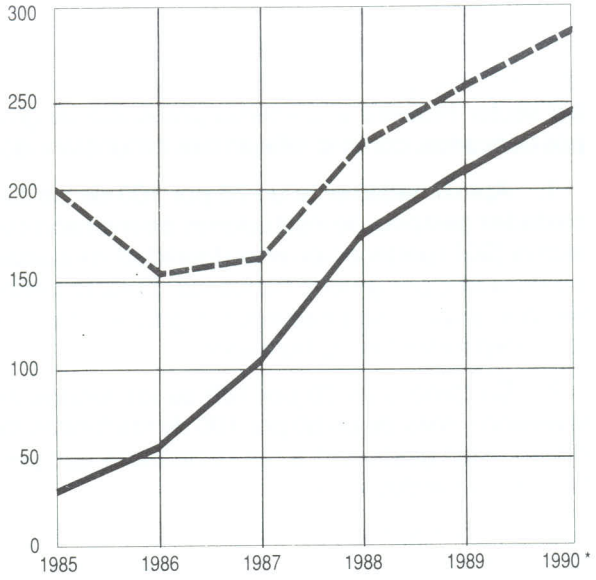
EVOLUCION DEL VOLUMEN PATRIMONIAL DE INVERSION COLECTIVA EN ESPAÑA



(*) Septiembre

Gráfico 5

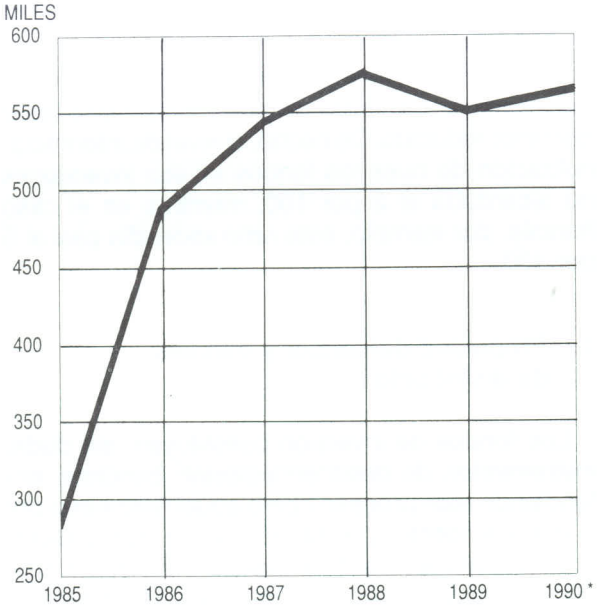
EVOLUCION DEL NUMERO DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA



(*) Septiembre

Gráfico 6

EVOLUCION DEL NUMERO DE PARTICIPES DE FONDOS DE INVERSION



(*) Septiembre

Gráfico 7

SALDO PATRIMONIAL DE LOS FONDOS DE INVERSION EN TERMINOS DE PIB

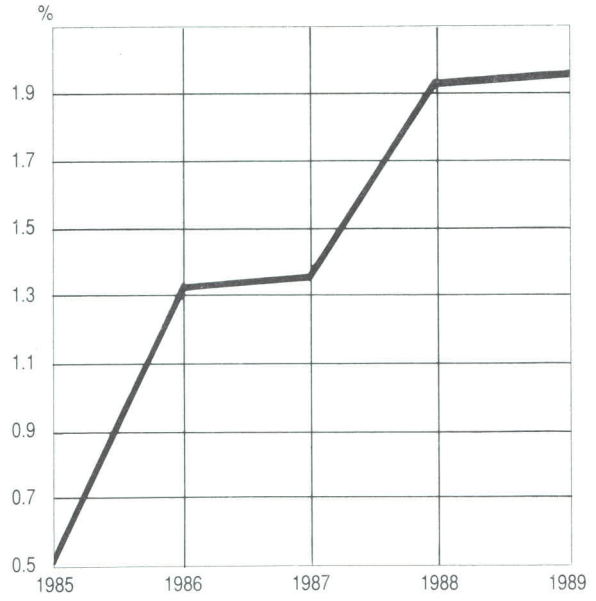
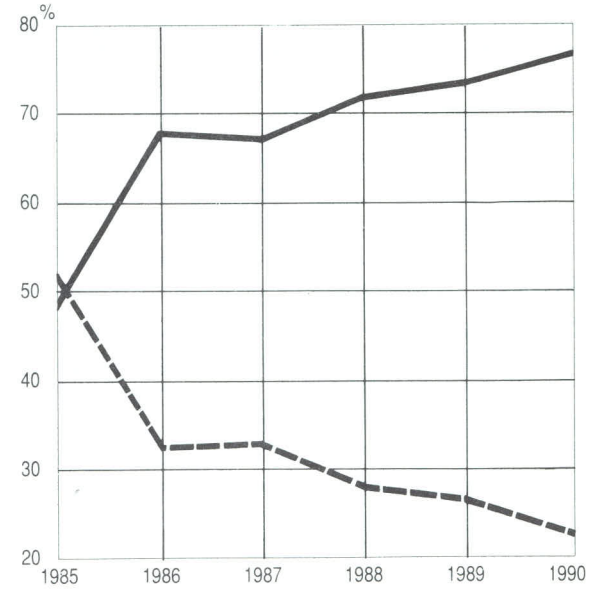


Gráfico 8

EVOLUCION DE LA PARTICIPACION EN EL PATRIMONIO TOTAL DE LOS FONDOS Y SOCIEDADES DE INVERSION



entre el caso francés, con una notable preferencia por los fondos de dinero, y el caso alemán, en el que destacan los fondos de renta fija, y se aleja bastante del caso británico, en el que se observa una mayor preferencia por la renta variable.

Finalmente, nuestros fondos de inversión muestran un nivel de inversión en activos extranjeros bastante reducido. De hecho, el nivel de internacionalización de nuestros fondos en sus inversiones no alcanzaba el 2 por 100, mientras en el caso francés, por ejemplo, este *ratio* ascendía casi al 5 por 100.

4. Propiedad del sector y canales de distribución

Los fondos de inversión constituyen, sin duda, instrumentos de desintermediación bancaria, entendiendo este proceso como aquel fenómeno por el que los agentes prestatarios (empresas y sector público) para obtener financiación mediante la emisión de pasivos financieros recurren indirectamente a los agentes prestamistas (familias y otras empresas) a través de instituciones financieras no bancarias (en este caso, instituciones de inversión colectiva). No obstante, conviene recordar algunas circunstancias que matizan esta afirmación:

En primer término, cuando sociedad gestora y entidad depositaria, cumpliendo los requisitos necesarios de separación e independencia, pertenecen al mismo grupo, una parte de las captaciones de los fondos de inversión se traducen en pasivos intermediados por la entidad bancaria. En concreto:

a) La liquidez del patrimonio de los fondos de inversión mantenida en forma de depósitos son pasivos de la entidad bancaria. Esta contribución a la actividad de intermediación puede cifrarse en torno al 3,6 por 100 del patrimonio de los fondos españoles.

b) Por otra parte, las cesiones temporales de deuda pública realizadas entre gestora y entidad de depósito también son pasivos intermediarios, resultando esta vía de contribución al crecimiento del pasivo de bancos y cajas que comercializan fondos de inversión bastante superior y superando, en todo caso, el 10 por 100 del patrimonio de los fondos.

c) Finalmente, los fondos de inversión pueden invertir en determinados activos financieros emitidos por la entidad depositaria. Esta última vía por la que instrumentos de desintermediación como los fondos de inversión terminan por contribuir al crecimiento del pasivo de bancos y cajas resulta de menor importancia, como consecuencia de las limitaciones legales.

La segunda circunstancia que contribuye a matizar la naturaleza de la actividad de desintermediación a través de los fondos en nuestro país se refiere al hecho de que la estructura de propiedad del sector muestra una intensa presencia de grupos bancarios, como lo reflejan tres circunstancias:

1. Aproximadamente un 70 por 100 de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGII) pertenecían en su totalidad, o estaban controladas, por grupos bancarios. El resto pertenecía a grupos aseguradores o a grupos financieros independientes no bancarios.

2. En torno a un 70 por 100 de los fondos de inversión y más de un 80 por 100 de los fondos de dinero están gestionados por sociedades que pertenecen a bancos y cajas.

3. Un porcentaje aproximado al 80 por 100 del patrimonio total en el caso de los fondos de inversión y más de un 90 por 100 en el caso de los fondos de dinero están gestionados por sociedades gestoras que pertenecen a grupos bancarios.

En definitiva, el proceso de desintermediación, que constituye un fenómeno real desde la perspectiva instrumental, puede calificarse como un fenómeno espurio desde la perspectiva de la propiedad.

En tercer lugar, el sistema bancario ofrece porcentajes similares, o incluso superiores, de presencia en el proceso de distribución de las instituciones de inversión colectiva en nuestro país. De hecho, la comercialización de los fondos de inversión españoles tiene lugar esencialmente a través de la red de sucursales de bancos y cajas, incluso, parcialmente, en el caso de instituciones promovidas por sociedades gestoras no bancarias.

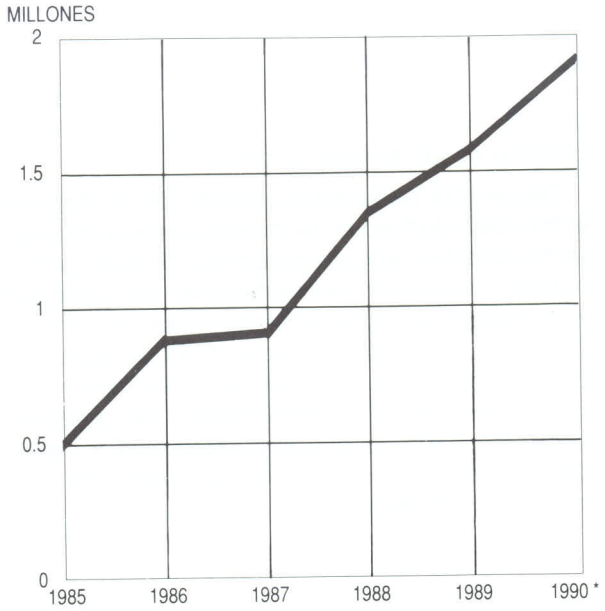
Recientemente, sin embargo, esta situación de predominio absoluto de la presencia bancaria en los circuitos de distribución ha comenzado perceptiblemente a cambiar:

- Por un lado, diversas compañías aseguradoras están empezando a utilizar la red de agentes de seguros en la comercialización de los fondos de inversión.

- Por otra parte, las instituciones que llevan a cabo funciones de gestión de patrimonios (sociedades gestoras de carteras, agencias y sociedades de valores y otras compañías con estructura societaria no sujeta a regulación específica) han incorporado los instrumentos de inversión colectiva a su

Gráfico 9

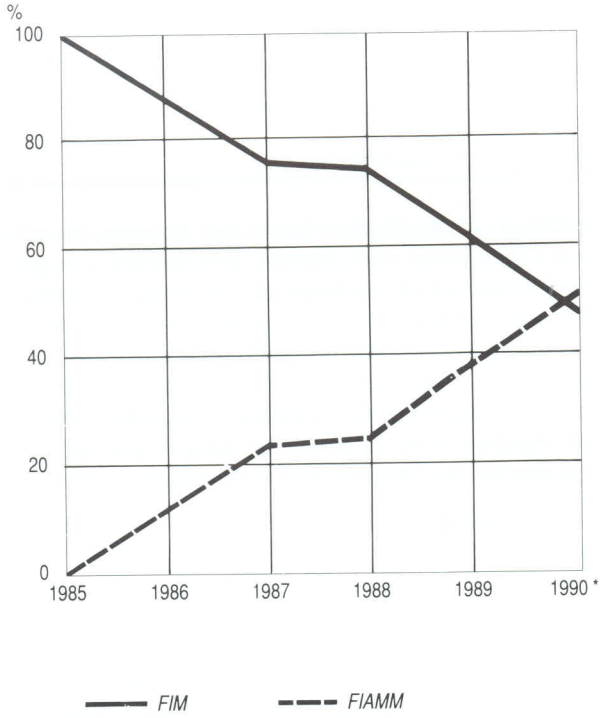
SALDO MEDIO POR PARTICIPE EN FONDOS DE INVERSION



(*) Septiembre

Gráfico 10

EVOLUCION DE LA CUOTA DE PARTICIPACION POR INSTRUMENTOS DE FONDOS DE INVERSION

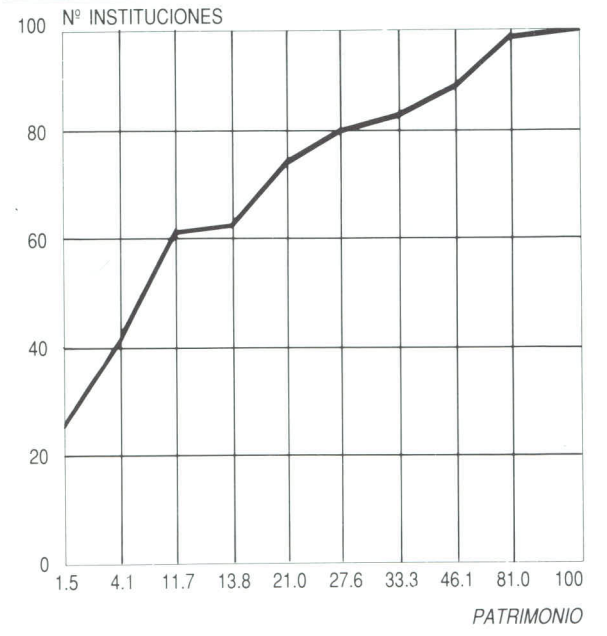


(*) Septiembre

Gráfico 11

GRADO DE CONCENTRACION DE LOS FONDOS DE INVERSION (*)

(EN PORCENTAJE)

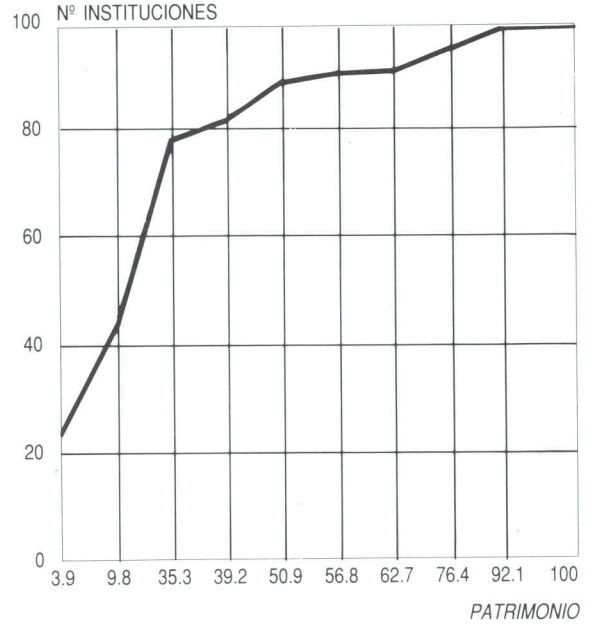


(*) Septiembre

Gráfico 12

GRADO DE CONCENTRACION DE LOS FONDOS DE DINERO

(EN PORCENTAJE)



CUADRO NUM. 1

MECANISMOS DE DISTRIBUCION POR MERCADOS

	Bancos	Compañías de seguros	Redes independientes	Venta directa	Total
Francia	90				90
Reino Unido	10	35		10	55
Alemania	80	15			95
Italia	18		82		100

Fuente: UTA (Unit Trust Association).

catálogo de productos (junto con la venta de activos monetarios y de cesiones temporales, y la gestión individual de carteras de renta fija y variable). En este contexto, los fondos de inversión y dinero —utilizados como complemento de una gestión individual— están mostrando su utilidad para ofrecer niveles superiores de estabilidad, liquidez y ventajas fiscales a los clientes; al tiempo que reducen los costes de administración de los gestores.

Finalmente, conviene señalar que es previsible, a pesar de los comentarios anteriores, el mantenimiento a medio plazo del protagonismo del sistema bancario en nuestra industria de fondos de inversión. En este sentido, el caso español no contrasta con los patrones de otros países en nuestro entorno como Francia y Alemania, en el que el conjunto de bancos y cajas participa, aproximadamente con un 90 y un 80 por 100, respectivamente, en el proceso de comercialización. Por el contrario, en el caso italiano más del 80 por 100 de los canales de distribución están controlados por redes independientes, y en el caso británico el 35 por 100 está controlado por compañías de seguros, y un 10 por 100 aproximadamente corresponde con mecanismos directos de venta (cuadro núm. 1).

5. Estructura de la oferta: concentración elevada

El segundo rasgo que caracteriza el lado de la oferta en el mercado de inversión colectiva, junto con el protagonismo del sistema bancario, es el elevado grado de concentración, tanto en el caso de los fondos de inversión mobiliaria como, y particularmente, en el caso de los fondos de inversión en activos del mercado monetario. En el caso de los FIM, 23 instituciones —que representaban menos de un 12 por 100 de este submercado— concentraban el 60 por 100 del patrimonio, y en el caso de los fondos de dinero, cinco instituciones —que representaban menos de un 10 por 100 del número total de FIAMM— concentraban aproximadamente el 44 por 100 del patrimonio, y entre los dos primeros fondos en este submercado, en torno al 24 por 100 del patrimonio (gráficos 11 y 12).

Cruzando ambas informaciones —estructura de propiedad del sector y grado de concentración del patrimonio por instituciones de inversión colectiva—, nuestro mercado ofrecía un panorama en que cuatro grupos del sistema bancario (dos bancos y dos cajas) concentraban aproximadamente el 43 por 100 del patrimonio de los FIM y tres cajas de ahorros concentraban más del 32 por 100 del patrimonio de los fondos de dinero.

Desde otra perspectiva, el lado de la oferta en el mercado de fondos de inversión en nuestro país se ha caracterizado en los últimos tiempos por un notable incremento del número de competidores (sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva). Así, entre finales de 1988 y septiembre de 1990 el número de oferentes se incrementó en un 34 por 100 aproximadamente. No obstante, como resultado de una expansión más o menos paralela de la demanda, el volumen medio administrado por sociedad gestora se ha mantenido entre 7.300 y 8.500 millones de pesetas.

En cuanto al futuro nivel de competencia en el sector, es previsible que éste se acentúe intensamente, contribuyendo a atomizar un poco más la oferta y a reducir el grado actual de concentración en el mercado.

III. EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA EN EL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL

A pesar de la dinámica evolución de los fondos de inversión, su presencia en el mercado financiero nacional resulta todavía relativamente pequeña. A continuación se comenta la evolución de algunos indicadores sobre esta presencia:

1. El recurso del sector privado a instrumentos de inversión colectiva para materializar su ahorro ha sido bastante modesto en los últimos años. El *ratio* incremento patrimonial de fondos de inversión en términos de variación de activos financieros de familias y empresas no financieras se ha situado, como media, entre 1985 y 1989, en torno al 2 por 100 (gráfico 13).

2. Como resultado de este comportamiento de familias y empresas respecto a los productos de inversión colectiva para colocar su capacidad de financiación, la participación del saldo de fondos de inversión respecto al *stock* de activos de este sector ha pasado de representar el 0,3 por 100 en 1985 a significar el 1 por 100 en 1989 (gráfico 14).

3. Si bien, desde la perspectiva global, la utilización por parte del sector de empresa y particu-

Gráfico 13

UTILIZACION DE LOS FONDOS DE INVERSION POR PARTE DE FAMILIAS Y EMPRESAS (*)

(EN PORCENTAJE)

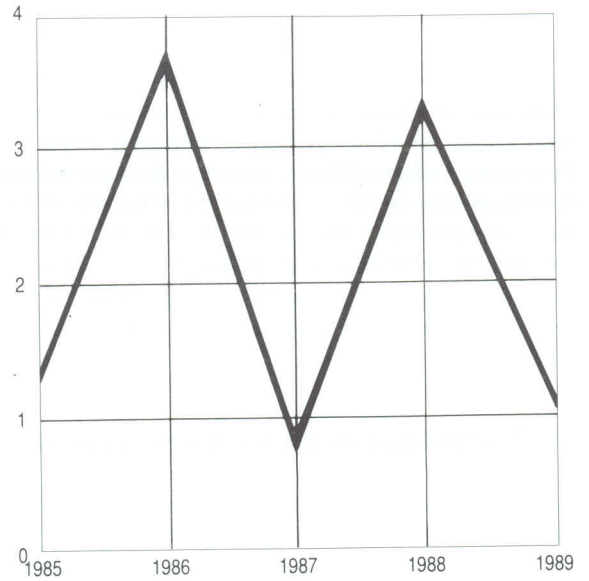
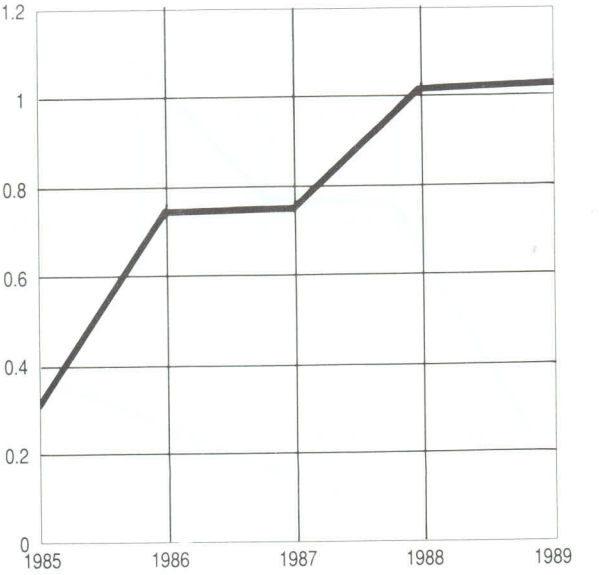


Gráfico 14

SALDO DE FONDOS DE INVERSION EN TERMINOS DEL SALDO DE ACTIVOS FINANCIEROS DE FAMILIAS Y EMPRESAS (EN PORCENTAJE)



(*) Incremento de patrimonio de fondos de inversión en términos de variación de activos financieros

Gráfico 15

SALDO DE FONDOS DE INVERSION EN TENENCIAS DE TITULOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS

(EN PORCENTAJE)

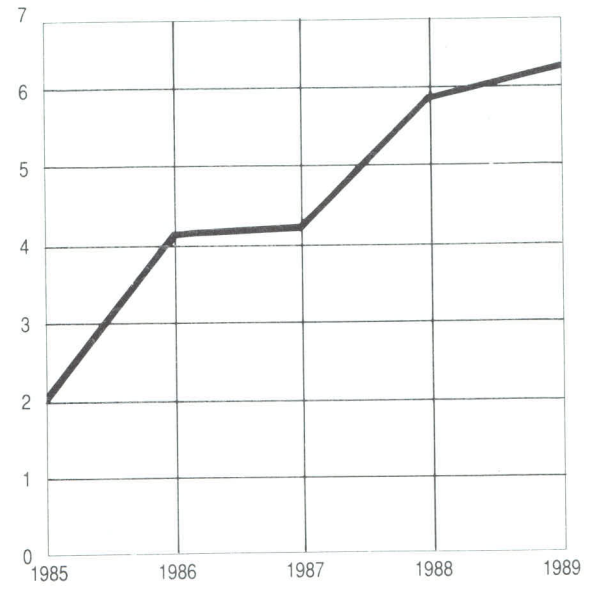


Gráfico 16

PARTICIPACION DE LA VARIACION DE FONDOS DE INVERSION EN TERMINOS DE EMISON NETA DE TITULOS

(EN PORCENTAJE)

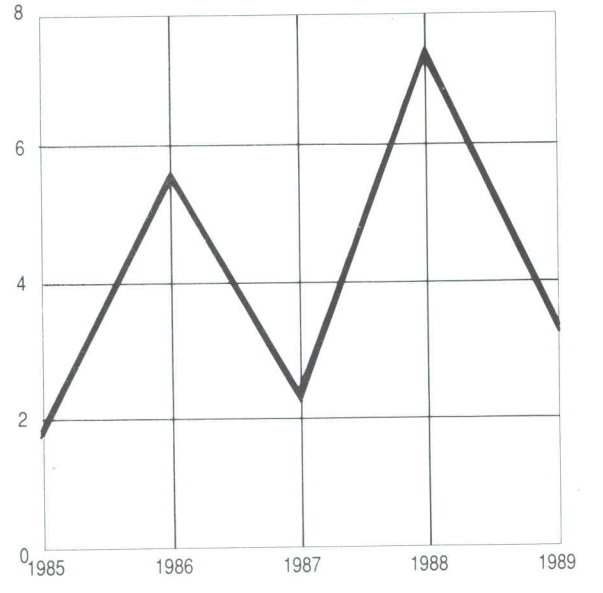
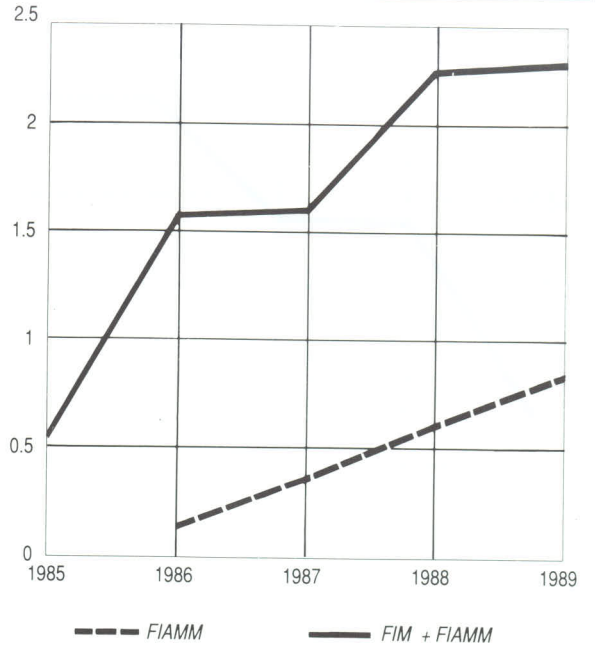


Gráfico 17

SALDO DEL PATRIMONIO DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA EN TERMINOS ALP
(EN PORCENTAJE)



lares de instrumentos de inversión colectiva ha sido modesta, en el ámbito de la adquisición de activos financieros materializados en títulos se ha producido un avance notable de la participación de los fondos de inversión. Así, mientras que en 1985 la participación del patrimonio de fondos de inversión en relación con la tenencia de títulos por parte de familias y empresas ascendía al 1,9 por 100 en 1989 este *ratio* se situaba en el 6,2 por 100 (gráfico 15).

4. Desde otra perspectiva, la participación de la «emisión» de fondos de inversión —como incremento de su valor patrimonial— en la emisión neta total de títulos de nuestra economía ha reflejado un comportamiento bastante volátil, mostrando, como media en el período 1985-89, un 4 por 100 (gráfico 16). Y, por ejemplo, en relación con el saldo vivo de deuda pública, la participación del patrimonio de fondos de inversión creció del 2 al 6 por 100 en el mismo período.

5. Finalmente, en relación a la cantidad de dinero en el sistema, definido el agregado en términos de ALP, el saldo de fondos de inversión en activos del mercado monetario (susceptible de ser incluido en una definición amplia de activos líquidos en manos del público) pasó, entre 1985 y 1989, del 0,2 al 0,8 por 100 y del 0,5 al 2,1 por 100 si incluimos el conjunto global de fondos de inversión y de dinero (gráfico 17).

IV. FACTORES DETERMINANTES DE LA COMPETITIVIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSION COMO PRODUCTOS FINANCIEROS

Dos factores determinarán esencialmente el éxito futuro de los fondos de inversión en nuestro mercado: el grado de competitividad de estos instrumentos en relación con el resto de productos financieros disponibles y la actitud de las entidades distribuidoras de estos productos. A su vez, el nivel de competitividad de los fondos de inversión, en situaciones homogéneas de riesgo con otros activos, depende de dos factores esenciales: rentabilidad esperada y comodidad de uso de los productos.

1. Rentabilidad de los fondos de inversión

La experiencia reciente de nuestro mercado confirma, por un lado, una importante dispersión de las rentabilidades ofrecidas por los fondos de inversión mobiliaria, particulamente en el caso de fondos de renta variable y en el de fondos mixtos y en menor medida, aunque también de forma significativa, en el caso de fondos de renta fija. En segundo término, una dispersión bastante pequeña de las rentabilidades ofrecidas en el caso de los fondos de dinero. En tercer lugar, cabe señalar una situación de competencia real en términos de rentabilidad financiero-fiscal de los fondos de inversión con otros productos financieros, tanto respecto de la inversión directa (compra directa de acciones, bonos y obligaciones públicos o privados, pagarés de empresa y letras del Tesoro por particulares) como respecto de las supercuentas y pagarés bancarios e incluso en términos de la gestión individualizada de patrimonios.

Diversas circunstancias condicionarán, de cara al futuro, el nivel de competitividad de los fondos de inversión frente a otros productos desde la perspectiva de su rentabilidad:

- La intensificación del grado de competencia en el sector de la inversión colectiva se traducirá, sin duda, en una creciente cualificación de los equipos humanos de inversiones de las sociedades gestoras, así como en una mejora en la dotación de equipos tecnológicos —de acceso a la información y contratación, de análisis de inversiones, de gestión de inversiones, etc.—. Ello contribuirá a homogeneizar más el sector y a ofrecer mejores rentabilidades, incrementando el grado de competitividad de los fondos de inversión respecto de otros productos financieros.

• Otro efecto previsible de la mayor competencia en el mercado será la convergencia, probablemente a la baja, de comisiones de gestión y reembolso por parte de los fondos de inversión. Esta circunstancia contribuirá a reducir la dispersión de rentabilidades y, como en el caso anterior, a aumentar las rentabilidades ofrecidas a los partícipes.

• En otro orden de cosas, cabe señalar la reciente posibilidad que tienen los gestores de fondos de inversión de utilizar, como instrumentos de cobertura, opciones y futuros de acuerdo con la nueva legislación (Real Decreto 1993/1990, que reglamenta la Ley de Inversión Colectiva, y Circular 7/1990 de la CNMV sobre normas contables). Esta posibilidad implica la oportunidad de traducir expectativas sobre la evolución futura de precios de los activos y de tipos de interés en los resultados de gestión, y previsiblemente signifique una fuente de mayor disparidad en los resultados de las instituciones de inversión colectiva. Finalmente, y lo que es más importante, acentuará las ventajas que ofrecen los fondos de inversión desde las perspectiva de su gestión profesional. En este sentido, los fondos de inversión se convierten en el único instrumento financiero disponible para particulares en nuestro mercado en que se gestionan riesgos de interés.

• Otro factor que contribuirá decisivamente a incrementar el nivel de competitividad de los fondos de inversión, en relación con otros productos financieros de nuestro mercado, es el proceso de liberalización de comisiones bursátiles.

En la actualidad, los fondos de inversión ofrecen como ventaja, frente a la inversión directa de particulares, el reparto de las comisiones fijas bursátiles por operación, que se diluyen entre un elevado número de partícipes.

En el futuro, además de esta ventaja, los gestores de instituciones de inversión colectiva podrán negociar con las sociedades de valores los corretajes bursátiles para las operaciones de renta fija y de renta variable, obteniendo, sin duda, mejores condiciones que las que podría obtener cualquier inversor individual. Esta situación se traducirá en elevaciones comparadas de rentabilidad no despreciables.

Desde esta perspectiva, la inversión colectiva competirá, en un rango de superioridad, con la inversión individual tanto directa como administrada por profesionales a través de sociedades gestoras de cartera.

• La reforma del mercado doméstico de renta fija contribuirá decisivamente, por otra parte, al desarrollo de los fondos de renta fija en nuestro mercado. Hasta la fecha, las atractivas rentabilidades que el mercado de bonos y obligaciones privadas ha venido ofreciendo en nuestro país no se han traducido paralelamente en las rentabilidades de los fondos de inversión en renta fija. La justificación de esta circunstancia se encuentra en el pobre funcionamiento del mercado secundario bursátil de renta fija en nuestro país. La falta de profundidad, amplitud y flexibilidad de este mercado se ha traducido en una notable variabilidad e imprevisibilidad en las valoraciones de los activos de renta fija de los fondos de inversión y, consiguientemente, en una elevada volatilidad de los valores liquidativos de dichos fondos. Dada la dificultad de explicar a los partícipes esta volatilidad de los precios de los activos de renta fija, que podría tener lugar incluso en ausencia de una tendencia general en los tipos de interés, los gestores se han ido refugiando progresivamente en emisiones de deuda pública negociadas exclusivamente en el mercado organizado de anotaciones de deuda por escalones, y en títulos de renta fija privada sólo hasta su admisión a cotización bursátil.

En este sentido, la reforma del mercado secundario de renta fija contribuirá a una transparencia en la fijación de precios superior a la que en la actualidad ofrecen los corros bursátiles, así como a una mayor profundidad y flexibilidad, por la aparición de agentes especializados en la contrapartida de determinados valores, y contribuirá a un regreso de los gestores a estos activos.

• Un factor esencial en la determinación de la rentabilidad efectiva comparada de los fondos de inversión en relación con el resto de productos financieros es, sin duda, el tratamiento fiscal. La Ley de Presupuestos para 1991 ha reducido el impuesto de sociedades a que están sometidas las instituciones de inversión colectiva del 13 al 1 por 100. Ello significa incrementos en la rentabilidad financiera entre 1,2 y 1,56 puntos porcentuales para rentabilidades entre el 10 y el 13 por 100, respectivamente (3). Por otra parte, la Ley 18/1991, de 6 de junio, del impuesto sobre la renta de las personas físicas, ha introducido importantes mejoras en el tratamiento de las instituciones de inversión colectiva.

Así, la existencia de comisiones de gestión en los fondos de inversión reduce la rentabilidad financiera de estos productos y la sitúa a niveles inferiores a los de determinados activos financieros. No obstante, el tratamiento fiscal compensa con exceso esta situación, y en concreto:

a) La consideración como incremento patrimo-

nial de las plusvalías obtenidas por la venta de participaciones de fondos de inversión de capitalización implica la ausencia de retenciones, lo que mejora la rentabilidad de estos productos.

b) Por otra parte, los fondos de inversión y las sociedades de inversión están sujetos al tratamiento general de los incrementos de patrimonio. Esto es, el incremento se reduce en un 7,14 por 100 por cada año de permanencia que exceda de dos, de forma que transcurridos quince años, el tipo de gravamen es cero.

c) El hecho de que la obligación fiscal, en el caso de fondos de inversión de capitalización, nazca en el momento de la venta de participaciones y no ejercicio a ejercicio, cuando el patrimonio del partícipe se va revalorizando, permite aplazar indefinidamente el pago de impuestos, siempre dependiendo de las necesidades de liquidez del partícipe.

d) La exención de las plusvalías que se ponen de manifiesto como consecuencia de transmisiones onerosas, cuando el importe global de éstas durante el año natural no supere 500.000 pesetas, constituye un atractivo muy importante para instrumentos como los fondos de inversión, ya que permiten una planificación fiscal muy precisa.

2. Liquidez y comodidad de uso

Más allá del factor rentabilidad, el éxito de los fondos de inversión como producto financiero depende de condiciones como el grado de liquidez y la comodidad que estos productos ofrecen en su uso.

Respecto del grado de liquidez, las ventajas que ofrecen los fondos de inversión en mercados financieros relativamente estrechos, como los españoles, resulta importante. En este sentido, parece revelador el proyecto Fondtesoro. Entiendo que los tipos de interés de la deuda a medio y largo plazo, durante el período de 1989 y 1990, y las expectativas a medio plazo que en este período se han mantenido sobre la evolución de los tipos de interés en nuestra economía, resultaban inconsistentes con la atonía en la demanda de estos instrumentos. Previsiblemente, la explicación se encuentra en una elevada aversión a la iliquidez por parte de los demandantes potenciales en el segmento de particulares. Desde esta perspectiva, los fondos de inversión ofrecen la seguridad legal de la liquidez, y la Dirección General del Tesoro puede encontrar en estos instrumentos un mecanismo para incrementar indirectamente la demanda de bonos y obligaciones con objeto de aproximarse a una mejor composición de la deuda.

Conviene señalar, no obstante, la necesidad de un nuevo avance en las condiciones de perfección del mercado secundario de deuda anotada, tanto en el segmento del mercado organizado en escalones como en el futuro mercado bursátil de deuda. Sólo bajo estas condiciones la exigencia de dotar la liquidez a las carteras de los fondos, que asumen las gestoras, no se traducirá en menor rentabilidad de estos productos a medio plazo.

El otro factor importante es la comodidad de uso, que a su vez depende de diversas circunstancias:

- El grado de mecanización de estos productos resulta decisivo. La posibilidad de recepción inmediata de resguardos de suscripción, así como de solicitar extractos de movimientos y saldo de participaciones e información individualizada de rentabilidades, o la posibilidad de utilizar planes sistemáticos de suscripción y reembolso de forma informatizada, constituyen ventajas muy valoradas por los clientes. El éxito relativo de los distintos fondos en nuestro mercado refleja, parcialmente al menos, condiciones diferentes en estas facilidades.

- La calidad de la información ofrecida por las sociedades gestoras a los partícipes respecto del funcionamiento de las instituciones de inversión colectiva en general y de las condiciones específicas de los fondos gestionados en particular, así como el grado de transparencia de la política de inversiones practicada por los gestores de los fondos, resultan también relevantes.

- La capacidad de asesoramiento, por parte de la red de distribución, sobre la adecuación de la naturaleza de los fondos de inversión disponibles a las características de los clientes y, en su caso, sobre la oportuna combinación de fondos a adquirir es importante para la correcta comercialización de éstos. En este sentido, los fondos de inversión constituyen un instrumento puente entre los productos financieros absolutamente estandarizados (la mayoría de los productos comercializados por las redes bancarias) y una gestión muy individualizada. Esta última no resulta económicamente viable para las entidades a gran escala. Por ello, en muchas ocasiones, el objetivo de «personalización» de los servicios bancarios constituye tan sólo un lugar común de las estrategias bancarias.

- Finalmente, los fondos de inversión ofrecen algunas ventajas importantes respecto de la inversión directa: la posibilidad de acceder a diversos activos desde importes nominales bastante peque-

ños, la despreocupación de los partícipes respecto de la reinversión de dividendos y cupones o de vencimientos de activos, etcétera.

V. LA ACTITUD DE LOS DISTRIBUIDORES

El éxito de la expansión de los fondos de inversión en nuestro mercado depende también, y crucialmente, de la actitud de los distribuidores de estos productos financieros, y tal como se ha puesto de manifiesto anteriormente, el protagonismo en la comercialización de instituciones de inversión colectiva recae en el mercado español en las entidades bancarias (bancos y cajas de ahorros).

Un análisis rápido de la actitud de estas entidades en relación con la comercialización de fondos de inversión refleja, entre otras, las siguientes circunstancias:

- Parece haberse producido una cierta especialización por mercados entre bancos y cajas de ahorros. Así, dos grupos bancarios concentran el 26 por 100, aproximadamente, del mercado de fondos de inversión mobiliaria, mientras que dos cajas de ahorros concentran el 24 por 100 de los fondos de dinero. Esta especialización, que en general se extiende a otras entidades de grupos de bancos y cajas diferentes de los líderes, probablemente se justifica, primero, por haber utilizado las cajas de ahorros en mayor medida los fondos de dinero como alternativa a las supercuentas bancarias. Sin embargo, quizá la principal justificación consistiría en que las cajas de ahorros se han incorporado más tardíamente al mercado. Y esto resulta decisivo, ya que estas entidades se han incorporado a la industria de los fondos de inversión precisamente en un momento en que los fondos de dinero se encuentran en expansión, mientras que los fondos de inversión se encontraban estancados. Por otra parte, una parte importante de los saldos actuales de fondos de inversión administrados por gestoras controladas por bancos se generaron en un período en que la suscripción de fondos de inversión gozaba de desgravación fiscal por inversiones y, por consiguiente, resultaba más fácil la colocación de estos productos.

- Desde la perspectiva dinámica, las cajas de ahorros han recuperado en los últimos tiempos una importante cuota de mercado.

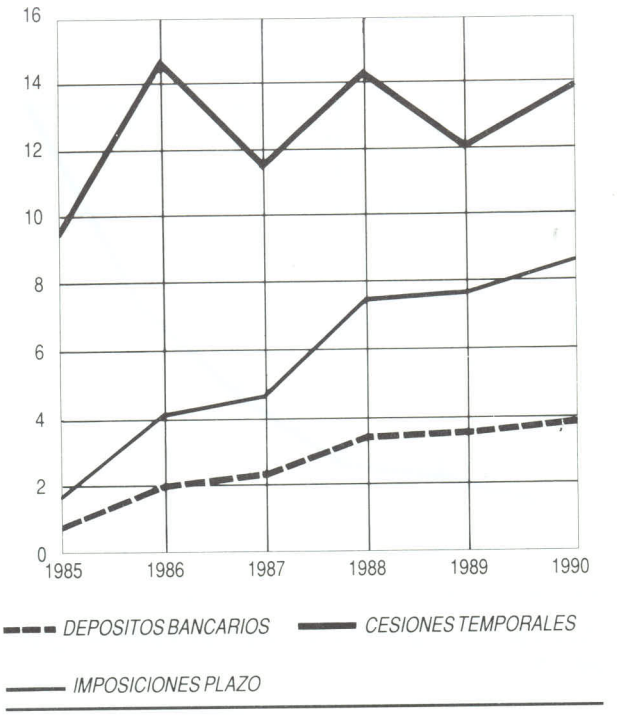
- El porcentaje de partícipes de fondos de inversión, en términos de cuentas bancarias, resulta todavía insignificante en nuestro país.

En otro orden de cosas, la evolución de la importancia de los fondos de inversión en el sistema bancario refleja, entre otras circunstancias, lo siguiente (4):

Gráfico 18

PARTICIPACION DE LOS FONDOS DE INVERSION EN DIVERSOS PASIVOS BANCARIOS

(EN PORCENTAJE)



- La participación de los fondos de inversión, en términos de depósitos bancarios, ha pasado del 0,7 por 100 en 1985 al 3,7 por 100 en 1990.

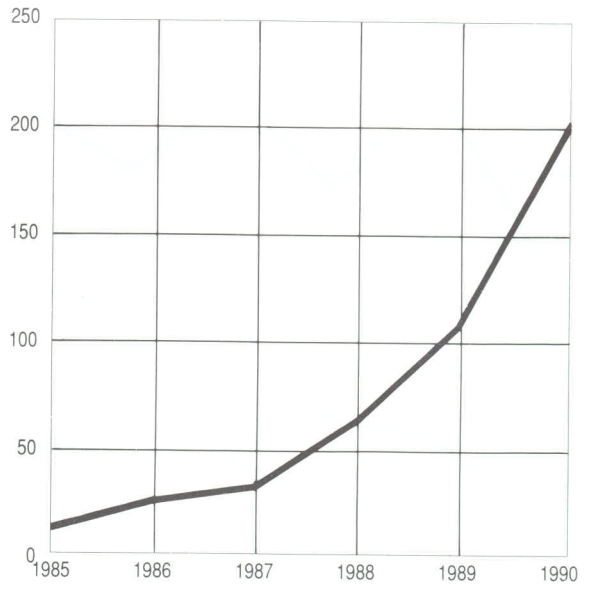
- En términos de saldo de cesiones temporales de activos, que son pasivos bancarios, el patrimonio de los fondos ha crecido del 9,5 por 100 al 13,9 por 100 en el mismo período.

- La participación de fondos de inversión y dinero en el saldo conjunto de imposiciones a plazo, certificados de depósito, efectos de propia financiación y pagarés de bancos y cajas ha pasado del 1,4 por 100 en 1985 al 8,9 por 100 en 1990 (gráfico 18).

- Finalmente, como resultado del mediocre comportamiento de la actividad de colocación de empréstitos (bonos de caja y de tesorería y títulos hipotecarios) por parte del sistema bancario en los últimos años, mientras que en 1985 la participación de los fondos de inversión respecto de aquellos instrumentos representaba tan sólo un 11,2 por 100, a finales de 1990 el patrimonio de fondos

Gráfico 19

PARTICIPACION DE LOS FONDOS DE INVERSION EN EMPRESTITOS
(EN PORCENTAJE)



de inversión duplicaba el saldo de aquéllos (gráfico 19).

1. Desintermediación vinculada *versus* no vinculada

La actitud de las entidades de depósito respecto de la comercialización de instituciones de inversión colectiva debe evaluarse en el contexto más amplio de su estrategia respecto de la actividad de desintermediación. Esta estrategia depende, a su vez, de tres factores:

a) El margen financiero estimado de la actividad de desintermediación. En este sentido, el margen estimado de la colocación de fondos de inversión, que podría calificarse como actividad de «desintermediación vinculada», tiende a resultar superior por dos motivos:

— Cuando se trata de sociedades gestoras y entidades depositarias que pertenecen al mismo grupo, respetando todas las condiciones de separación y de independencia en la gestión, el margen consolidado será superior, ya que a las comisiones derivadas de colocación, y en su caso de aseguramiento, habrá que añadir las comisiones de gestión, depositaria y de operaciones.

— En segundo lugar, resultaría interesante distinguir entre márgenes derivados a corto y a medio plazo. Desde esta perspectiva, el poder de fidelidad de la clienta que representan los fondos de inversión es, sin duda, superior al derivado de la colocación directa de bonos, letras del Tesoro, pagarés de empresas, etc. Por dos motivos: los fondos son líquidos en cualquier momento, pero no tienen vencimiento, y además, a diferencia de la colocación directa de activos públicos o privados no vinculados a la entidad financiera, los fondos de inversión presentan siempre ante los clientes una clara vinculación de imagen con la entidad del grupo a través del nombre del fondo.

b) Las posibilidades para la entidad de mantener los ritmos deseados de actividad financiera y/o de margen financiero con instrumentos de intermediación. En este sentido, en un contexto de fuerte competencia, algunas entidades pueden diseñar estrategias (segmentando geográficamente y por clientela los mercados según el grado de implantación) de mantenimiento de su nivel de actividad sin deteriorar su margen y sin contaminar indiscriminadamente su pasivo.

c) La importancia concedida por las instituciones al *ranking* por dimensión frente a otras clasificaciones, como nivel de actividad, rentabilidad, solvencia, etcétera.

En este sentido, la contribución indirecta de los fondos de inversión al incremento del pasivo de las entidades de depósito (en forma de depósitos y operaciones *repos* de deuda) resulta inferior a la colocación directa de instrumentos que constituyen pasivos. Sin embargo, el *ranking* de dimensión constituye, cada vez más, tan sólo un indicador adicional para evaluar la posición de una entidad en el mercado.

2. Redes independientes y mecanismos de retribución

Recientemente han surgido en nuestro mercado diversas iniciativas de creación de «redes blandas» de distribución de productos financieros, en algunos casos con éxito no despreciable. No resulta probable, en cualquier caso, que la participación de estos canales de comercialización se incremente a corto plazo de forma significativa.

En el caso de los fondos de inversión, las características peculiares de estos productos en nuestro mercado constituyen un obstáculo significativo para su comercialización a través de redes de distribución independientes en comparación con lo que sucede en otros países.

Así, en nuestro mercado, los fondos de inversión y de dinero se caracterizan por la ausencia de co-

misiones de suscripción, aunque éstas están admitidas legalmente. Por el contrario, en otros mercados, las comisiones de entrada se sitúan en un rango medio del 3 al 5 por 100. Como contrapartida, la comisiones de gestión resultan en nuestro mercado notablemente superiores: en torno al 1,65 por 100 en el caso de los fondos de inversión mobiliaria y del 1,25 por 100 en el caso de los fondos de dinero. Esta estructura de precios dificulta el establecimiento de mecanismos sencillos de retribución de los agentes de ventas. La elección de mecanismos de retribución basados en saldos medios mantenidos y pagos anuales constituye un sistema administrativamente caro, de aplicación más sencilla, sin embargo, y desde la óptica comercial posiblemente menos adecuado. Por el contrario, la alternativa de retribuir al vendedor por colocación constituye quizá un mecanismo comercialmente más apto, pero como contrapartida exige, para facilitar su control, la introducción de comisiones de reembolso (que resultan, por otra parte, bastante disuasorias para los clientes, dada la notable preferencia por la liquidez).

VI. ALGUNAS CONCLUSIONES

La estructura de la oferta en el mercado de inversión colectiva de nuestro país no favorece el desarrollo de redes independientes de colocación de fondos de inversión. A pesar de ello, cabe esperar en el futuro un cierto avance en la presencia de estos canales de distribución.

En cualquier caso, es previsible que se mantenga el protagonismo del sistema bancario en el proceso de comercialización de los fondos de inversión. Por ello, a medio plazo, el futuro de estos productos dependerá de la actitud de las entidades de depósito en relación con ellos. Desde esta perspectiva, el presente artículo sugiere, por un lado, que el elevado grado de competitividad de los fondos de inversión por lo que respecta a su rentabilidad, liquidez y comodidad, respecto de otros productos financieros, facilita su comercialización. Por otro lado, también se argumenta que, en el caso de las entidades que apuestan por una participación activa en el mercado de desintermediación, la elección de instrumentos de «desintermediación vinculada», como los fondos de inversión, constituye una opción particularmente rentable.

Finalmente, cabe plantearse si el próximo desembarco de fondos extranjeros en nuestro mercado, al amparo de la Directiva 611 de la Comunidad, presionará a las entidades de depósito a acelerar su ritmo de penetración en el mercado con objeto de no perder participación en el mercado financiero desde una perspectiva global.

NOTAS

(*) El autor agradece la contribución de Olga Bueno en el tratamiento de algunos datos.

(1) Resultaría de interés corregir el índice de saldo medio por partícipe del efecto que supone el proceso habitual de constitución de los fondos, en el que el grupo promotor aporta el saldo mínimo de constitución (500 millones en el caso de fondos de inversión y 1.500 en el caso de fondos de inversión en activos del mercado monetario) que van reembolsando conforme se incorporan nuevos partícipes al fondo. Este efecto resulta significativo en nuestro mercado como consecuencia del rápido proceso de constitución de nuevas instituciones en los últimos años.

(2) Regulados por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre.

(3) La rentabilidad financiero-fiscal no se ha modificado sustancialmente, ya que simultáneamente se ha suprimido la deducción del 10 por 100 que teóricamente compensaba el impuesto del 13 por 100 para partícipes con un tipo de gravamen marginal del 30 por 100. Ello significa que, respecto del actual, el sistema anterior beneficia a los partícipes con tipos de gravamen superiores al 30 por 100.

(4) Se ha utilizado el volumen total de fondos de inversión y no el correspondiente al administrado exclusivamente por sociedades gestoras pertenecientes a bancos y cajas, por no disponer para todo el período muestral de la información completa. En todo caso, como se ha comprobado, el volumen total constituye un indicador cercano, dado el protagonismo estable de los bancos en el sistema.