

---

# El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas

*Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de los últimos años los sistemas financieros de la Unión Europea (UE) han estado sometidos a un intenso proceso de transformación de sus estructuras, de su operativa y de sus prácticas. Los conocidos fenómenos globales de desregulación de los servicios financieros, automatización de la información, internacionalización de la actividad financiera y, más recientemente, creación de la moneda única, han potenciado la eficiencia, competitividad y transparencia de los mercados financieros europeos (1).

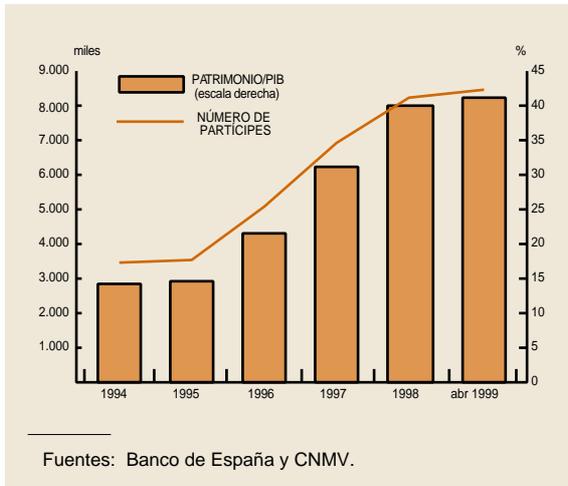
En el caso de España, habría que añadir, como factor nacional adicional, que el proceso de institucionalización del ahorro ha desempeñado un papel crucial en el desarrollo y transformación de los mercados de capitales. En efecto: la fuerte expansión de la inversión colectiva, en general, y de los fondos de inversión, en particular, ha sido uno de los fenómenos financieros más importantes de la década de los noventa y parece previsible que continúe, aunque con menor vigor, en los próximos años. Esta expansión ha sido en el pasado tan rápida e intensa que ha supuesto cambios sensibles en la forma de captación de pasivo de las entidades financieras (y, por tanto, en sus balances y cuentas de resultados), en el tamaño y composición de los mercados de valores, e incluso, en los hábitos y la cultura financiera de los inversores individuales. De hecho, las participaciones de fondos de inversión se han convertido en el instrumento de ahorro preferido por las familias en los tres últimos años, pudiendo afirmarse que, en abril de 1999, el patrimonio de los fondos ha superado el 43 % del PIB (ver gráfico 1).

Una de las implicaciones más destacables del renovado auge de la inversión colectiva, en conjunción con la importante reducción de los tipos de interés experimentada en los últimos años, ha sido el aumento en la sofisticación de los instrumentos de inversión, lo que hace necesario reforzar aún más la transparencia y la información publicitaria en la comercialización de los fondos de inversión. Así, el descenso de los tipos de interés ha originado que los valores con más riesgo tengan un mayor peso en las carteras de los agentes, lo que, a su vez, ha propiciado la proliferación de fondos más o menos sofisticados y con mayores inversiones en renta variable y en valores internacionales.

---

(1) Ver Restoy (1999).

GRÁFICO 1

**Evolución del patrimonio y número de partícipes**

Este artículo analiza algunos aspectos de la fuerte expansión de los fondos en el período reciente y las perspectivas futuras de esta modalidad de inversión colectiva. Para ello, en el segundo epígrafe se analiza la evolución de los fondos de inversión en el período 1994-1999 y las implicaciones que dicha evolución tiene para el conjunto del sistema financiero español. En el tercero se exponen los cambios recientes que se han observado en la cultura financiera de los partícipes y se destaca la importancia que tienen la transparencia y el suministro de la información en la comercialización de estos instrumentos. Finalmente, en el cuarto epígrafe, se recogen las principales conclusiones del artículo y se comentan las perspectivas de expansión futura de los fondos.

## 2. DESARROLLO RECIENTE Y EFECTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

Las participaciones en los fondos de inversión han experimentado un sensible crecimiento a lo largo del período 1994-1998. En efecto, después de sufrir un estancamiento en su desarrollo a lo largo de 1994 y 1995, como consecuencia de la crisis del mercado de bonos y de las incertidumbres sobre la culminación del proyecto de unión monetaria, durante los tres últimos años han registrado un auge espectacular (ver gráfico 1). Sin embargo, hay que destacar que a lo largo de los meses transcurridos de 1999 se aprecia una ralentización en el crecimiento de su patrimonio, como resultado de un doble efecto. De un lado, la moderación de las suscripciones netas en los cuatro primeros meses de 1999 (con un avance del 2 %) y, de otro, la baja revalorización de las participaciones (en torno al 1,5 %), en la que han influido negativa-

mente las alzas en los tipos de interés a largo plazo y la baja rentabilidad de los índices bursátiles nacionales e internacionales.

A pesar de ello, a finales de abril de 1999, el patrimonio de los fondos alcanzaba los 213 millardos de euros, lo que supone un 43 % del PIB y casi el 25 % del ahorro financiero bruto de las familias, mientras que el número de partícipes se situaba en los 8,2 millones, si bien hay que tener en cuenta que esta última cifra puede estar sobrevalorada, ya que un mismo inversor puede ser partícipe de varios fondos. Este fuerte desarrollo muestra que los fondos de inversión han sido la modalidad de ahorro preferida por las familias en los tres últimos años. Como se ve en el cuadro 1, mientras que los depósitos bancarios han reducido su participación en el ahorro financiero bruto de las familias desde el 57 % en 1994 hasta el 41 % en 1998, los fondos han aumentado su peso desde el 12 % al 22 %, crecimiento que, en términos relativos, solo es superado por las tenencias directas de acciones.

Por tipos de fondos, sin embargo, hay que destacar que la evolución en el período 1994-1999 ha sido dispar. Así, mientras que el patrimonio de los FIM ha crecido de forma constante a lo largo de todo el período y de forma especialmente acusada entre 1996 y 1998, hasta alcanzar los 166 millardos de euros en abril de 1999, los FIAMM (fondos de inversión en activos del mercado monetario) han registrado un movimiento más cíclico. En efecto, durante el período 1994-1997, el patrimonio de los FIAMM aumentó a un elevado ritmo, hasta alcanzar los 61 millardos de euros en diciembre 1997, si bien, la tasa de crecimiento era cada vez menos intensa a medida que transcurría el período. Por el contrario, a partir de 1997 y hasta abril de 1999, su patrimonio ha experimentado un continuo descenso, que ha sido especialmente acusado entre 1998 y los meses transcurridos de 1999.

Este comportamiento claramente descendente de los FIAMM contrasta con el avance de los FIM, que son fondos con vocación a más largo plazo. La sensible caída del patrimonio de los fondos de dinero hay que vincularla a los reducidos tipos de interés (que ha generado una rentabilidad media ponderada anualizada en el primer cuatrimestre del 1,8 %) combinados con unos gastos de gestión y depósito algo elevados y, en menor medida, a los cambios en la tributación y en el régimen de retenciones aplicable a la inversión colectiva. Todo ello ha propiciado que este tipo de fondos generasen rentabilidades reales negativas después de impuestos.

CUADRO 1

## Evolución de los saldos de los activos financieros de las familias

Millones de euros y %

	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Saldo de activos financieros</b>	<b>505.367</b>	<b>548.676</b>	<b>602.292</b>	<b>683.790</b>	<b>769.945</b>
COMPOSICIÓN PORCENTUAL:					
Efectivo y depósitos	57,4	57,0	52,3	45,5	40,9
Valores de renta fija	3,7	4,3	3,4	2,6	1,6
Acciones	8,4	8,2	9,8	14,4	18,1
Fondos de inversión	11,8	11,7	16,2	20,4	22,4
Fondos de pensiones	2,1	2,4	2,9	3,3	3,5
Seguros	8,6	9,1	9,6	9,7	9,8
Créditos y otros	7,9	7,3	5,7	4,0	3,7
PRO MEMORIA:					
Ahorro financiero neto familias (1)	17.586	27.094	20.699	16.720	16.384
Variación fondos de inversión (2)	6.377	4.838	32.527	39.943	32.563
Variación fondos de inversión/ahorro financiero neto (%) (2/1)	36,3	17,9	157,1	238,9	198,8

Fuentes: Banco de España y CNMV.

La fuerte expansión de los fondos de inversión en España ha supuesto que esta modalidad de inversión colectiva se sitúe, en términos relativos, en el segundo lugar en la Unión Europea (UE), después de Francia (2) y a gran distancia respecto de la media del resto de países. Es por ello que la industria nacional de fondos se encuentra en una buena situación para hacer frente a la creciente competencia comunitaria, que se está viendo reforzada con el euro y la culminación del mercado único de servicios de inversión.

Las causas de la sensible expansión de esta modalidad de ahorro en nuestro país son, sin duda, variadas. Entre ellas, sin embargo, podrían destacarse las siguientes:

- Las elevadas rentabilidades financieras obtenidas en el pasado, fruto tanto de la continuada reducción de los tipos de interés como de las fuertes alzas bursátiles observadas en el período 1996-1998.
- La favorable fiscalidad de los fondos frente a otros instrumentos de ahorro, tanto en el impuesto de sociedades como en el de las personas físicas, aunque este aspecto ha cambiado algo a partir de 1999.
- La materialización en fondos de inversión de una gran parte del ahorro-previsión que realmente está destinado a complementar las pensiones públicas de jubilación y que, por

(2) Luxemburgo se excluye de esta comparación, por tratarse de una plaza financiera muy atípica.

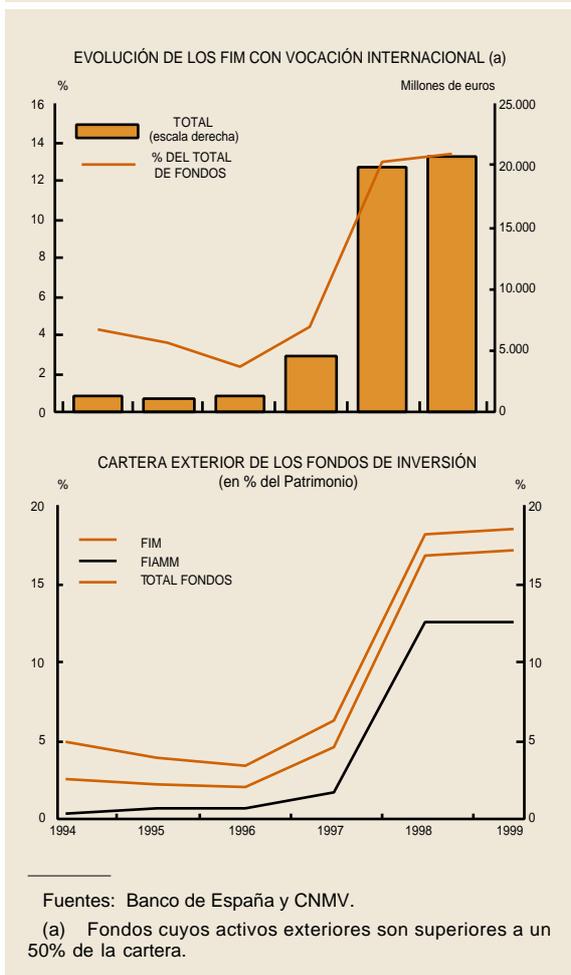
falta de liquidez o por razones fiscales, no se materializa en fondos de pensiones.

- Las propias características y la flexibilidad de la inversión colectiva, que hace que los inversores individuales puedan obtener las rentabilidades negociadas en los mercados de capitales (muchos de ellos mayoristas) con unos costes muy moderados (3) y, al mismo tiempo, acceder fácilmente a cualquier tipo de inversión por sofisticada o inaccesible que resulte a un ahorrador individual (países emergentes, instrumentos derivados, sectores muy específicos, como el tecnológico, farmacéutico o investigación biológica).
- El renovado esfuerzo de las entidades de crédito por la comercialización de las participaciones en fondos en un contexto más amplio de elevada competencia bancaria. En efecto: la competencia por la captación de pasivo se ha hecho especialmente acusada en un entorno de expectativas de reducción de tipos de interés y de una cierta cautividad fiscal, por lo que la banca ha redoblado su interés en distribuir entre el público esta modalidad de ahorro, que le permite no solo captar recursos sino fidelizar aún más a su clientela bancaria.
- El incremento en la oferta de fondos garantizados (que surgieron en un primer momento

(3) Este argumento podría matizarse en el caso de los fondos de dinero, que quizás en la actualidad el porcentaje de comisiones de gestión y de depósito resultan algo elevadas, dados los bajos tipos de interés y la reducida sofisticación en la gestión.

GRÁFICO 2

**Internacionalización de los fondos de inversión**



como resultado de la crisis del mercado de bonos y, posteriormente, se han ido desarrollando hacia vocaciones más o menos sofisticadas y con la utilización de instrumentos derivados), que ha permitido a los partícipes acotar su nivel de riesgo y hacer a estos fondos muy competitivos en la captación del ahorro familiar (4).

El rápido y acusado crecimiento de la inversión colectiva en los últimos tres años ha afectado con mayor intensidad que en el pasado al desarrollo de los mercados de valores, al comportamiento de los agentes financieros y a los hábitos de los ahorradores individuales.

En primer lugar, habría que señalar que, como muestra el cuadro 1, si bien la expansión de la inversión colectiva en España se ha nutrido del nuevo ahorro de las familias y empre-

(4) Un análisis más detallado sobre los fondos garantizados se puede encontrar en Marcos (1997).

sas, el grueso del crecimiento ha tenido lugar a costa del desplazamiento desde otros instrumentos de ahorro más tradicionales. Este comportamiento ha propiciado que, a partir de 1995, el saldo de esta modalidad de inversión supere ampliamente al de los depósitos de ahorro y, desde 1997, al saldo de los depósitos a plazo.

En segundo lugar, los fondos han transformado profundamente los hábitos de las familias y las empresas, ya que la remuneración de sus ahorros se obtiene en mayor medida vía plusvalías en lugar de mediante el cobro de rentas periódicas. Este hecho ha determinado, a su vez, que la fiscalidad de la inversión colectiva fuera más moderada que la de otras formas de ahorro tradicionales. Por el contrario, se ha producido un aumento de la volatilidad de la remuneración que obtienen los agentes por su ahorro financiero.

En tercer lugar, el auge de los fondos en España, a diferencia de lo ocurrido en los países anglosajones, ha sido un fenómeno de «desintermediación vinculada»; es decir, de desintermediación patrocinada o promovida por las entidades de crédito. En efecto: el desarrollo de la inversión colectiva ha sido posible por la masiva comercialización de participaciones por entidades de crédito a través de su amplia red de sucursales bancarias. Como consecuencia de ello, se ha modificado la estructura de los balances bancarios y la composición de las cuentas de resultados.

Respecto a los balances bancarios, a lo largo de los últimos años la expansión de los fondos ha acentuado la continuada reducción de las partidas de depósitos de clientes, al tiempo que ha aumentado progresivamente los saldos de las cesiones de deuda a instituciones de inversión colectiva. Este episodio ha dado lugar a una pérdida, más o menos significativa, de recursos ajenos de las entidades de crédito (también denominado «pasivo invertible») que ha tenido que ser compensada con un aumento de la financiación exterior. Más recientemente, las autoridades supervisora y legisladora han promocionado el proceso de titulización de activos para intentar aportar más papel negociable a los mercados y recursos ajenos a los bancos y cajas (5).

Respecto a las cuentas de resultados, las comisiones cobradas por la gestión y comercialización de fondos están aumentando progresivamente en proporción al margen ordinario, habiéndose pasado del 4,03 % en 1994 al 8,87 %

(5) Ver Ayuso (1998).

en 1998. La estrategia de promocionar las instituciones de inversión colectiva, aunque en el corto plazo conlleva la reducción del margen financiero, permite consolidar, a medio y largo plazo, unos ingresos estables y recurrentes (contabilizados en el margen ordinario) que son menos dependientes de la coyuntura monetaria y financiera (6).

En cuarto lugar, el auge de los fondos ha impulsado la liquidez y la eficiencia de los mercados de valores españoles. El mercado de deuda pública ha sido el principal favorecido por este auge, ya que, gracias a la inversión colectiva, se ha aumentado sensiblemente, en un primer momento, la liquidez y profundidad de la negociación del segmento de valores a corto plazo y de repos de deuda, y, posteriormente, la de los valores a medio y largo plazo. A lo largo de los dos últimos años, el mercado bursátil se ha beneficiado también ampliamente de la progresiva creación de fondos con vocación de renta variable y, en general, de los aumentos de las carteras de acciones cotizadas.

En quinto lugar, en línea con lo anterior, los principales emisores en los mercados de valores se han visto favorecidos por el auge de los fondos. De esta forma, el Estado y otros organismos públicos han registrado una sensible reducción de sus costes de emisión, que ha sido más rápida e intensa en el período reciente e inmediatamente anterior a la creación del euro. Fruto de las fuertes adquisiciones a lo largo del período analizado de valores del Estado en firme y con pacto de recompra (repos), los fondos han ido constituyendo elevadas carteras de renta fija. Asimismo, aunque en menor medida, las empresas cotizadas han visto disminuir su coste de capital como consecuencia de las acusadas alzas experimentadas en las cotizaciones en los tres últimos años.

Finalmente, uno de los aspectos más llamativos del desarrollo reciente de la inversión colectiva ha sido la internacionalización de los fondos, en una doble vertiente: por un lado, como se aprecia en el gráfico 2, los fondos con vocación internacional (considerando estos como aquellos que mantienen más del 50 % de la cartera en activos exteriores, tanto de renta fija como variable) han aumentado sensiblemente en el último año, hasta alcanzar el 14 % del saldo total de fondos en abril de 1999, cuando a finales de 1996 dicho saldo apenas superaba el 2 %. Por otro lado, el peso de la cartera exterior también ha experimentado un avance significativo, de forma que, a finales de

abril de 1999, la cartera media de activos exteriores se situaba en torno al 17 %, lo que contrasta notablemente con el 2 % mantenido en 1996 (ver gráfico 2).

Los motivos de este vuelco hacia la vocación internacional son muy diversos y difíciles de cuantificar, pero, en todo caso, lo que sí parece claro es que se ha reducido el sesgo doméstico de gestores y partícipes. Los primeros datos apuntan a que esta vocación internacional está centrada mayoritariamente en valores de renta fija y de renta variable de la zona euro. Este comportamiento no ha sido ajeno al fuerte desarrollo que han tenido los fondos garantizados preferentemente vinculados a índices bursátiles europeos.

### 3. LA IMPORTANCIA DE LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA

El considerable auge de la inversión colectiva en los tres últimos años hace que la información suministrada a los partícipes y la publicidad difundida por las entidades comercializadoras sean aspectos vitales para los inversores y para los organismos supervisores.

Según se ha comentado, una de las grandes ventajas de los fondos es que ha permitido a los inversores individuales y, en especial, a los más modestos, acceder a las rentabilidades obtenidas en los mercados de valores (habitualmente más elevadas que en el mercado de depósitos) con unos costes muy moderados (7) y con una fiscalidad favorable. En el gráfico 3, se aprecia cómo los FIAMM han obtenido rentabilidades muy alineadas con las obtenidas en el mercado de deuda a corto plazo, al tiempo que los rendimientos de los FIM de renta fija han seguido el perfil de los tipos de interés de la deuda pública. La característica principal de estas rentabilidades es que no son conocidas ex-ante y, salvo excepciones, no son asegurables, en contraposición a lo que ocurre, por ejemplo, con las cuentas corrientes bancarias o los bonos cupón-cero. La circunstancia de que la rentabilidad final a obtener por el partícipe no sea conocida ex-ante hace que sea especialmente importante tener acceso a la información sobre la estructura de la cartera de los fondos y sobre las expectativas de los mercados financieros.

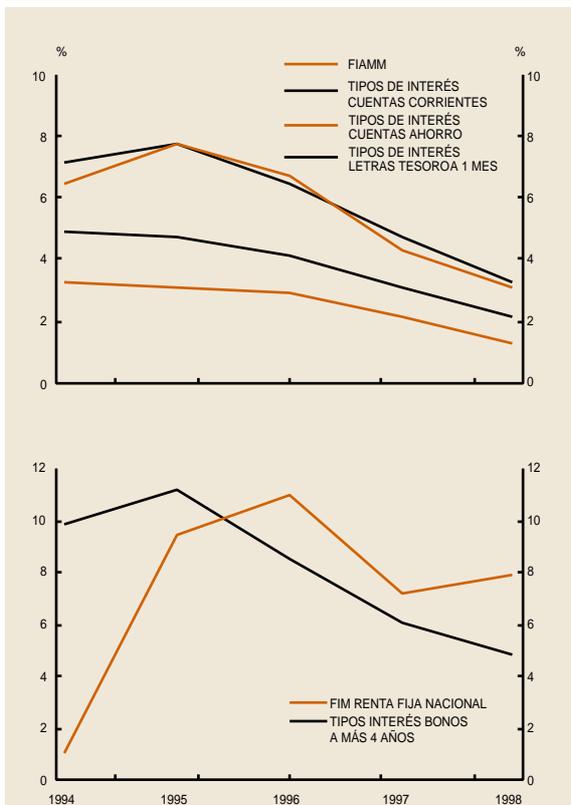
A su vez, la variedad de las rentabilidades históricas obtenidas por los partícipes de fondos es muy amplia (ver cuadro 2), dependiendo

(6) Para un mayor detalle del proceso de comercialización de los grupos bancarios ver García-Vaquero y Maza (1994).

(7) En todo caso, muy alineados con los repercutidos a los grandes inversores mayoristas.

GRÁFICO 3

**Rentabilidad comparada de los fondos de inversión**



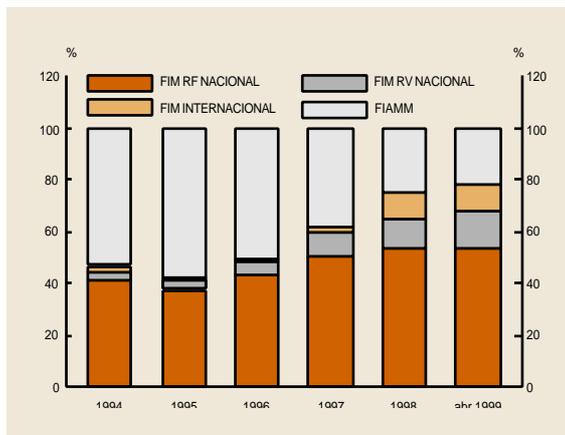
Fuentes: Banco de España y CNMV.

del tipo de fondo y del riesgo escogido. Además, aunque no está recogido en el cuadro, la variabilidad de la rentabilidad media obtenida por cada fondo es función directa del volumen de activos denominados en divisas y, en mayor medida, de la renta variable mantenida en cartera. Por este motivo, la vocación del fondo y la estrategia de cartera de los gestores cobran una importancia decisiva para prever la evolución futura de los rendimientos y los riesgos de las participaciones.

De otra parte, en el contexto actual de bajos tipos de interés y de expectativas de inflación reducida, los inversores han ido asumiendo en sus carteras de fondos mayores niveles de riesgo y rentabilidad. Este comportamiento se ilustra en el gráfico 4, que muestra cómo en los tres últimos años los inversores han reducido sensiblemente sus tenencias de fondos de dinero en favor de FIM de mayores duraciones y, en especial, de FIM con vocación de renta variable y con vocación de renta fija internacional. Como consecuencia de ello, ha aumentado la volatilidad de los valores liquidativos de un buen número de participaciones y la predictibilidad de sus valores

GRÁFICO 4

**Distribución del patrimonio de los fondos por vocación**



Fuente: Banco de España.

se ha hecho más difícil. Por ello, se hace necesario que las gestoras expongan claramente la vocación del fondo a partir del establecimiento de criterios de selección de valores.

En este sentido, a lo largo de los últimos años se ha mejorado sensiblemente la información proporcionada por las instituciones de inversión colectiva, lo que ha contribuido positivamente a aumentar la cultura financiera de los ahorradores. Así, el legislador, los organismos supervisores y las propias entidades financieras han realizado a lo largo de este período una labor destacada en aras de una mayor transparencia de los fondos y una mejor protección a los partícipes.

En este sentido, hay que destacar los siguientes aspectos:

- La comercialización de fondos garantizados y de fondos paraguas con una gestión pasiva de carteras (8), que ha permitido controlar y conocer de antemano los riesgos asumidos por los partícipes.
- La fijación de normas contables precisas, tanto en la valoración de las carteras de inversión como en la valoración de las suscripciones y reembolsos de participaciones.

(8) Un fondo paraguas es un conjunto de subfondos que mantienen invariables sus respectivas vocaciones, con el ánimo de trasladar al partícipe la decisión de gestión de su inversión en función de sus propias expectativas. De este modo, la entidad gestora del fondo paraguas se compromete a mantener una determinadas estructuras de cartera de los subfondos, con independencia de la evolución positiva o negativa de los mercados. Aunque esta modalidad de inversión colectiva no está suficientemente desarrollada en España, debido a factores regulatorios y fiscales, es posible encontrar en otros países de la UE la distribución de fondos paraguas mediante los denominados compartimentos.

CUADRO 2

## Rentabilidades medias anuales ponderadas de los fondos de inversión a 31.12.1998

%

	Último año	Últimos 3 años	Últimos 5 años	Últimos 7 años
FIAMM	3,11	4,77	5,79	7,24
FIM renta fija	5,13	6,8	6,25	7,74
FIM renta fija mixta	11,8	12,05	8,63	9,89
FIM renta variable mixta	17,82	22,26	13,89	13,88
FIM renta variable	30,31	34,27	20,13	19,38
FIM intern. renta fija	3,29	8,38	4,96	9,72
FIM intern. mixtos	10,97	15,3	8,88	10,88
FIM intern. renta variable	9,29	17,7	8,91	11,32
Garantizados renta fija	7,38	11,2	...	...
Garantizados renta variable	21,54	21,31	...	...
Garantizados internacionales	17,2	18,21	...	...

Fuente: INVERCO.

- La difusión de las comisiones y gastos repercutibles a los partícipes, bien de forma directa, bien de manera implícita.
- La amplia y frecuente publicidad suministrada en todos los medios de comunicación, en las sociedades rectoras y en la CMNV a través de Internet y de sus informes trimestrales y anuales.
- La simplificación de determinadas informaciones en los folletos y en la información trimestral («creación de folletos reducidos»), que, en ocasiones, es redundante o no aporta ningún valor a los partícipes.
- La obligación de insertar en la publicidad afirmaciones del tenor «rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras», para evitar inferencias no deseadas, o las tasas de rentabilidad equivalentes (TAE), para permitir comparaciones con otros productos financieros.

No obstante, a pesar de estos sensibles avances, es preciso seguir mejorando la publicidad de los fondos, la información suministrada a los partícipes, las políticas de distribución de los comercializadores y la desregulación de algunos aspectos de la normativa de los fondos. A continuación se comentan algunos de los temas que hoy son objeto de debate y que son susceptibles de seguir elevando los niveles de transparencia de una modalidad de ahorro que tiene características especiales.

Con relación a la información suministrada a los inversores, sería deseable ahondar en la cuantificación del riesgo de mercado de las participaciones, de forma que el partícipe pudiera

conocer —siempre con datos históricos— el binomio rentabilidad-riesgo de cada fondo. Asimismo, esta información permitiría que el horizonte temporal de su inversión fuera coherente con la rentabilidad esperada en el momento de realizar la misma. El nivel de riesgo podría obtenerse publicitando en mayor medida los niveles de volatilidad o, en el caso de los fondos de renta fija, la duración de su cartera (9).

En cuanto a las clasificaciones de fondos, podría resultar procedente publicar un mayor número de ordenaciones. Además de las ya existentes en función de la vocación, se podrían añadir rankings según las rentabilidades asociadas a un nivel determinado de riesgo, a partir de determinadas referencias de rentabilidad-riesgo provenientes de los mercados («benchmarks») o de referencias cualitativas que aproximen la calidad de los equipos gestores. Asimismo, habría que aclarar si las clasificaciones de fondos se realizan de acuerdo con la situación de la cartera en una fecha determinada o si se trata de la vocación manifestada por el gestor.

Finalmente, en un marco de libre circulación de capitales y de establecimiento financiero y de ausencia de riesgo de tipo de cambio en la zona del euro, es cada vez más necesario avanzar en la armonización fiscal de la inversión colectiva. En este sentido, sería deseable que dicha armonización no solo tuviera lugar en el ámbito comunitario sino, al menos, en todo el área de la OCDE, con el fin de evitar la deslocalización del ahorro hacia territorios con determinados privilegios tributarios y la consiguiente erosión de la recaudación tributaria.

(9) Una propuesta se puede encontrar en Ayuso, Blanco y Sanchís (1998).

#### 4. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Los procesos de internacionalización y desregulación de la actividad financiera, junto con la creación de un mercado único de servicios financieros y de una moneda única, han sido decisivos en la transformación de los mercados financieros europeos. En el caso de España, habría que añadir que la institucionalización del ahorro ha incidido de forma particularmente intensa en el sistema financiero.

La expansión de los fondos de inversión a lo largo de los tres últimos años ha sido uno de los rasgos más relevantes de la evolución de nuestro sistema financiero. La fuerza de esta expansión ha significado transformaciones muy relevantes en los balances y en la forma de captar recursos de las entidades de crédito, en el desarrollo de los mercados de valores, en las prácticas y en la forma de remunerar el ahorro de las familias y en la cultura financiera de los inversores individuales. En este sentido, cabe destacar que el patrimonio de los fondos ha superado los 210 millardos de euros a finales de abril de 1999, lo que supone el 43 % del PIB y casi un 25 % del ahorro financiero bruto de las familias. Como resultado de este fuerte auge, las participaciones de fondos se han convertido en el instrumento de ahorro preferido por las familias en los tres últimos años.

Las propias características de los fondos hacen que, en comparación con otros productos financieros tradicionales, como los depósitos bancarios, la transparencia sobre su vocación y la composición de sus carteras, así como las expectativas acerca de la evolución de los mercados de valores, sean aspectos especialmente relevantes para la toma de decisiones de inversión de los ahorradores. Además, en el período reciente han tenido lugar cambios significativos que se han traducido en una mayor sofisticación y proliferación de los fondos. Este hecho, a su vez, ha derivado en un mayor abanico de posibilidades y en una mayor dispersión de rentabilidades y riesgos en los fondos, toda vez que han aumentado los porcentajes de tenencias en renta variable, en valores internacionales y, en menor medida, en derivados.

A lo largo de la década de los noventa, la información sobre los fondos y la protección al partícipe han mejorado sustancialmente. Tanto el legislador como la CNMV y las propias entidades financieras han realizado un gran esfuerzo para mejorar la transparencia de los fondos y la protección de los partícipes. Algunos de los principales avances se han producido en el terreno de la publicidad y supervisión de los fondos; en las normas contables de valoración de las carteras de inversión y de las suscripciones

y reembolsos de participaciones; en la difusión de las comisiones y gastos repercutibles a los partícipes; y en la frecuencia y extensión de la información facilitada por los medios de comunicación, las sociedades rectoras y la CMNV a través de Internet y de sus informes trimestrales y anuales. No obstante, a pesar de estos considerables avances, es preciso seguir mejorando en aspectos relacionados con la publicidad de los fondos, la información suministrada a los partícipes, las políticas de distribución de los comercializadores y la homogeneización en el tratamiento fiscal de los fondos y otros **activos financieros**.

Respecto a la evolución futura de los fondos de inversión en España, parece previsible que tanto su patrimonio como el número de partícipes siga aumentando en los próximos años, aunque a un ritmo algo menos intenso que el registrado en los tres últimos ejercicios. Un primer factor que puede provocar un crecimiento más moderado que en el pasado es el elevado volumen patrimonial alcanzado por los fondos, que pone de relieve la madurez de esta industria. Asimismo, no hay que descartar la competencia que puedan ejercer otros productos financieros tanto bancarios como de banca-seguros. En menor medida, la fiscalidad y el régimen de retenciones pueden restar atractivo a los fondos para los ahorradores de rentas bajas, mientras que el progresivo desarrollo que cabe esperar tengan los fondos de pensiones en un entorno regulatorio y fiscal más favorable para su expansión, podría hacer que los fondos de inversión dejaran de captar parte del ahorro-previsión destinado a la jubilación. No obstante, no debe olvidarse que, a pesar de que el reciente cambio en la fiscalidad ha equiparado la tributación de los distintos instrumentos de ahorro, los fondos de inversión siguen teniendo una fiscalidad que resulta muy atractiva para los inversores de rentas medias y altas y para colocaciones superiores a los dos años.

Respecto a los distintos tipos de fondos, hay que señalar que podría continuar la tendencia descendente de los FIAMM, habida cuenta de los reducidos tipos de interés, las comisiones relativamente elevadas y, en menor medida, la nueva fiscalidad y el nuevo régimen de retenciones a cuenta. Por el contrario, hay varias razones que invitan a pensar que los FIM podrían más que compensar el descenso de los fondos de dinero. En primer lugar, se han regulado —en la Ley de reforma del mercado de valores— y se van a regular próximamente —en el proyecto de Ley de instituciones de inversión colectiva— nuevas formas de inversión colectiva, con el ánimo de mejorar y flexibilizar las distintas modalidades de fondos (fondos de fondos, fondos principales-subordinados, fondos

paraguas, fondos de valores no cotizados, fondos para inversores institucionales). En esta línea, se han liberalizado también los coeficientes de inversión, autorizando a los FIM a invertir un determinado porcentaje en valores no cotizados y, más recientemente, estableciéndose que los fondos puedan destinar un cierto porcentaje de su patrimonio a otro tipo de valores distintos de la deuda pública, como los de renta fija privada e, incluso, de renta variable (ver artículo de «Regulación financiera» en este Boletín). En segundo lugar, las propias características de los FIM los convierten en un instrumento muy flexible, para adaptarse a todo tipo de innovaciones y riesgos: divisas, derivados, nuevos mercados, nuevos valores y nuevos riesgos.

15.7.1999.

## BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J. (1998). «Perspectivas para la titulización de activos en España», *Boletín económico*, Banco de España, octubre.
- AYUSO, J., BLANCO, R. y SANCHÍS, A. (1998). *Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles*, Documento de Trabajo nº 9812, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V. y MAZA, L. A. (1984). «Evolución y perspectivas de los fondos de inversión: 1991-1993», *Boletín económico*, Banco de España, marzo.
- MARCOS, J. M. (1997). «Novedades relativas a los fondos garantizados», *Actualidad financiera*, número monográfico 3.
- RESTOY, F. (1999). *Los mercados financieros españoles ante la unión monetaria*, Documento de Trabajo nº 9910, Banco de España.