

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Francisco Alonso, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

Las instituciones de inversión colectiva (IIC) han experimentado un desarrollo importante en España durante los últimos años, de manera que en noviembre de 2015 gestionaban más de 370 mm de euros, lo que representa un porcentaje significativo de la riqueza de los hogares y las sociedades no financieras españolas (concentra el 12 % del patrimonio financiero de las primeras y el 3 % del de las segundas). De hecho, estos instrumentos han constituido la principal vía de ahorro de ambos sectores en los dos últimos años, canalizando un flujo neto de fondos por importe equivalente al 4,7 % del PIB en 2014¹.

Estos desarrollos han venido acompañados, además, de algunos cambios en la estructura de la industria de la inversión colectiva, por lo que tiene interés analizar los principales rasgos de su evolución reciente y compararlos con los de otros países de nuestro entorno. Estos son, precisamente, los principales objetivos de este artículo, que se estructura, a partir de aquí, en tres epígrafes. En el primero, se revisa la evolución de esta industria en España entre 2007 y 2015. En el segundo, se lleva a cabo una comparación con la UEM. Finalmente, en el último se resumen las principales conclusiones.

La evolución de la inversión colectiva en España entre 2007 y 2015

PATRIMONIO Y NÚMERO DE PARTICIPES

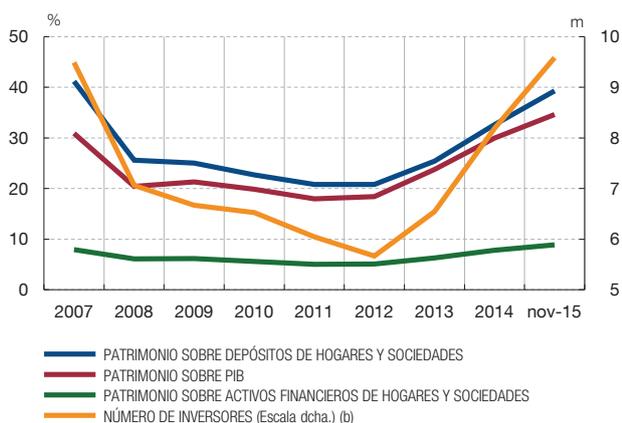
Las IIC empezaron a desarrollarse en España a principios de los años noventa y, desde entonces, aunque con ciertos altibajos, han venido adquiriendo una importancia creciente tanto en términos de patrimonio como de inversores. A mediados de 2007, el patrimonio de las IIC comercializadas en España equivalía al 35 % del PIB y el número de inversores se situaba en torno a los 9,5 millones. Pero, a partir de esa fecha, se produjo un descenso notable en el volumen de activos gestionados por estas instituciones que duró varios años. Concretamente, a finales de 2012, los recursos totales que canalizaban las IIC se habían reducido hasta el 18,2 % del PIB y el número de tenedores de activos emitidos por estas instituciones había caído por debajo de los seis millones (véase gráfico 1). Un patrón similar se observa cuando se analiza el peso del ahorro materializado en los activos emitidos por las IIC, en relación con los depósitos mantenidos por el sector privado no financiero, que pasó del 41,2 % en 2007 al 20,8 % en 2012.

El gráfico 1.2 revela que el retroceso del patrimonio de las IIC entre 2007 y 2012 se explica principalmente por las salidas netas de fondos. Así, durante dicho período se registraron unos reembolsos netos de 161 mm de euros, de los cuales casi la mitad se produjeron en 2008. Los efectos valoración tuvieron una contribución pequeña a las variaciones del patrimonio en términos acumulados a lo largo del período considerado, ya que las pérdidas agregadas observadas en 2008 y 2011 fueron prácticamente compensadas por las ganancias registradas en el resto de los años.

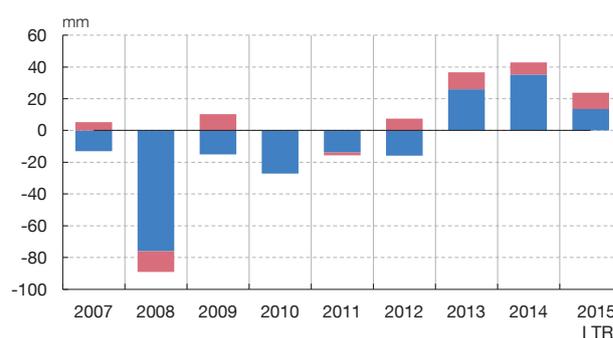
Existen diversos factores que pueden explicar la desinversión en los instrumentos emitidos por estas instituciones durante la etapa de crisis. Por una parte, la evolución desfavorable de los precios de los activos en los que invierten (que se reflejó en minusvalías en algunos de los productos de la industria, que fueron especialmente cuantiosas en 2008) y su mayor

¹ Para un mayor detalle, véase V. García-Vaquero y M. Mulino (2015), «Evolución de los flujos y los balances financieros de los hogares y las empresas no financieras en 2014», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

1 PATRIMONIO (a) Y NÚMERO DE INVERSORES



2 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (c)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, CNMV (hasta 2014) e INVERCO (año 2015).

- a Incluye IIC financieras, inmobiliarias y extranjeras comercializadas en España. En 2015 el dato de los depósitos corresponde a octubre; el del PIB, a septiembre, y el de los activos financieros, a junio.
- b Incluye partícipes y accionistas.
- c Incluye fondos de inversión mobiliaria, inmobiliaria y en activos del mercado monetario hasta 2008, y fondos y sociedades de inversión, IIC de inversión libre e IIC inmobiliarias, a partir de entonces.

volatilidad mermaron su atractivo relativo para los inversores en comparación con otras alternativas de ahorro como los depósitos bancarios. Por otra parte, los tipos de interés de estos últimos se situaron en ese período en un nivel relativamente elevado como consecuencia, en parte, de la competencia entre las entidades de crédito por captar fondos por esta vía, en un contexto de elevadas tensiones en los mercados financieros mayoristas.

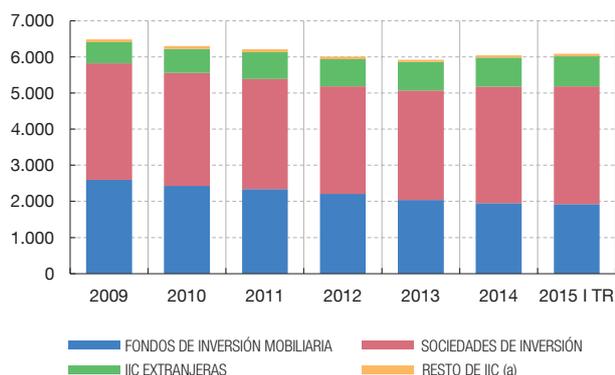
Desde finales de 2012, los flujos netos de inversión dirigidos hacia las IIC comercializadas en España volvieron a ser positivos, en un entorno en el que los factores antes mencionados (precios de los activos y su volatilidad y rentabilidad de los depósitos) tuvieron una evolución opuesta a la registrada en los años anteriores. Así, el curso favorable de las cotizaciones en los mercados en los que invierten estos vehículos y su menor volatilidad, junto con el descenso de la rentabilidad de los depósitos, aumentaron el atractivo relativo de los instrumentos emitidos por la industria de la inversión colectiva. Además, durante este período más reciente, los efectos valoración contribuyeron claramente al aumento del patrimonio. De este modo, el volumen de recursos canalizados por estas instituciones se fue recuperando progresivamente, situándose, en noviembre de 2015 (última información disponible), en el 35 % del PIB, y el número de inversores en los 9,6 millones, niveles algo superiores a los observados a mediados de 2007.

TIPOLOGÍA

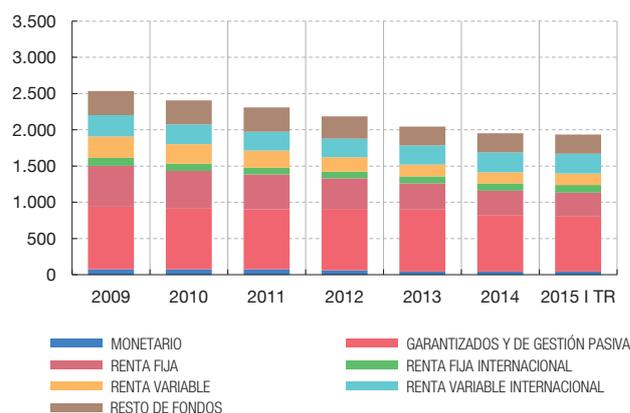
La tipología de instituciones englobadas dentro de las IIC es diversa. En función del tipo de activo en el que invierten, se distingue entre las de carácter mobiliario, que centran su inversión en instrumentos financieros, y las no financieras (mayoritariamente inmobiliarias). Según su naturaleza jurídica, existen también dos categorías: los fondos y las sociedades de inversión. El capital social de estas últimas está dividido en acciones y gozan de personalidad jurídica propia. Los fondos de inversión, en cambio, no la tienen y, por ello, tienen que ser gestionados por una sociedad que no es propietaria del fondo, siendo los ahorradores partícipes (y no accionistas) de los pasivos emitidos por dichas instituciones.

Como se observa en el gráfico 2.1, el número de IIC comercializadas en España se redujo entre 2009 y 2013, aumentando levemente con posterioridad, pasando de situarse próximo

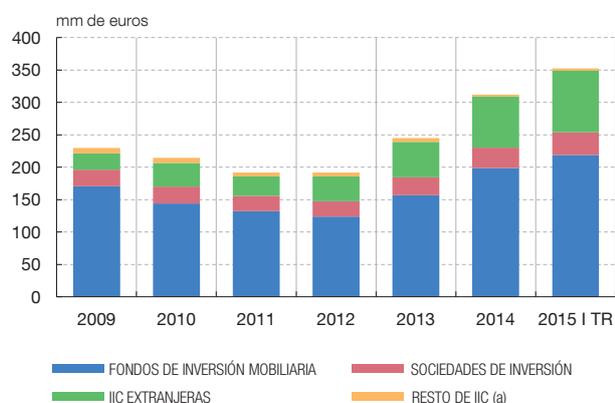
1 NÚMERO DE ENTIDADES



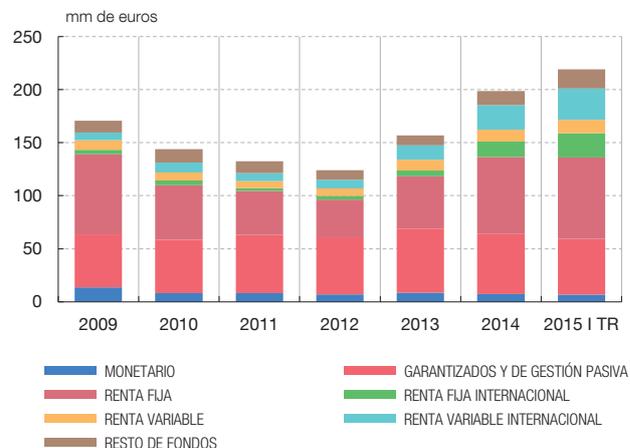
2 NÚMERO DE ENTIDADES. FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA



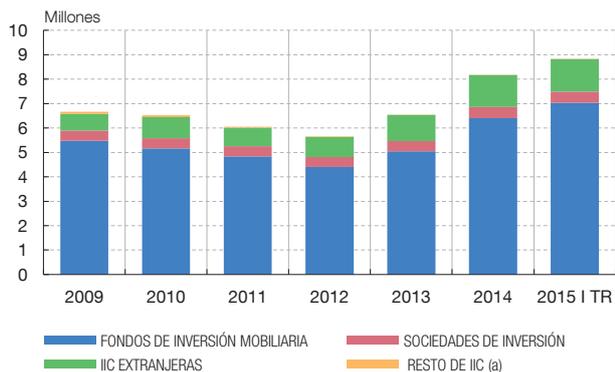
3 PATRIMONIO



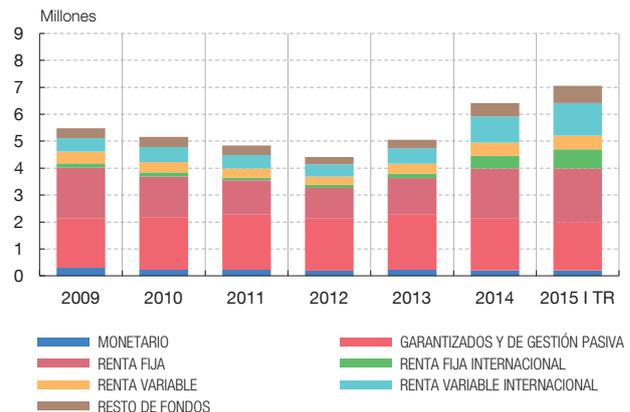
4 PATRIMONIO. FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA



5 NÚMERO DE PARTÍCIPES Y DE ACCIONISTAS



6 NÚMERO DE PARTÍCIPES. FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Incluye fondos y sociedades de inversión inmobiliaria e IIC de inversión libre.

a 6.500 en 2009 a apenas superar las 6.000 en marzo de 2015 (último período para el que se dispone de información detallada). El grueso de este descenso se ha concentrado en los fondos de inversión mobiliarios domiciliados en nuestro país (FIMDE), que han pasado de 2.900 a 1.900 en este período, en un contexto en el que el sector bancario, del que

dependen la mayoría de sus entidades gestoras, se ha visto inmerso en un importante proceso de consolidación, lo que ha favorecido la integración y fusión de estos vehículos. El desglose por vocación de estos fondos pone de manifiesto que el mayor descenso se ha producido en los de renta fija², seguido de los de renta variable y, en menor medida, de los garantizados (véase gráfico 2.2). En contraposición, en estos años, ha aumentado sensiblemente la presencia de entidades extranjeras comercializadas en España (desde 582 hasta 805), mientras que el número de sociedades de inversión [principalmente sociedades de inversión de capital variable (SICAV)] apenas ha variado, manteniéndose en torno a 3.200. El número de instituciones englobadas en el resto de las IIC, principalmente inmobiliarias, de importancia residual, ha presentado un perfil descendente.

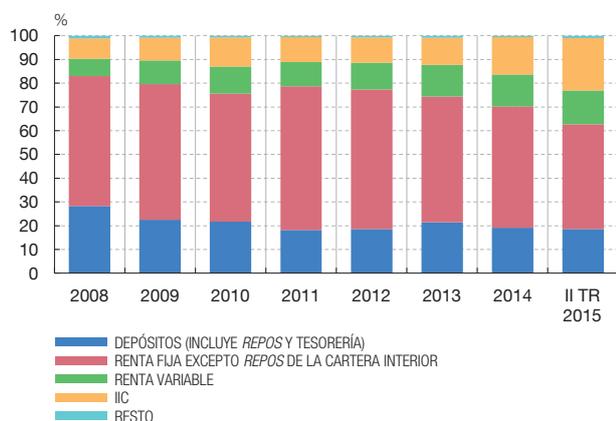
Los FIMDE se han mantenido, a lo largo de todo el período analizado, como los vehículos que concentran una mayor proporción del patrimonio (un 74,2 % del total en 2009, porcentaje que cayó hasta el 62,2 % en marzo de 2015) y de los partícipes. Por su parte, los recursos de las IIC extranjeras han presentado un crecimiento comparativamente más intenso que el de las otras categorías. De hecho, salvo en 2011, en el resto de los ejercicios el patrimonio de estas últimas instituciones mostró un avance positivo, alcanzando, en el primer trimestre de 2015, registros superiores a los 100 mm de euros, un 28 % del total de las IIC que se comercializan en España, frente a apenas 25 mm (un 11 % del total) en 2009. El número de partícipes de las IIC extranjeras también se ha expandido de forma importante, de modo que más que se dobló entre 2009 y marzo de 2015, superando los 1,4 millones en esta última fecha (véase gráfico 2.5). Las sociedades de inversión, a pesar de su destacada importancia en términos de número de entidades, canalizaban al final del primer trimestre de 2015 poco más del 10 % del total de los recursos de la industria, lo que revela el menor tamaño medio de estos vehículos.

El patrimonio del resto de las IIC —en concreto, el de las IIC inmobiliarias, que suponen el grueso de este agregado— ha descendido de forma continuada a lo largo de todo el período analizado, alcanzado, en la actualidad, niveles muy reducidos. Esta evolución se ha visto enmarcada en un contexto de corrección de los precios de los activos en los que invierten y, más recientemente, de competencia de otras instituciones como las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI). Estas sociedades no se consideran jurídicamente IIC, aunque económicamente tienen una filosofía similar, y una de sus características es que los gestores deben repartir periódicamente dividendos (derivados de alquileres, plusvalías de rentas y otras fuentes). La primera SOCIMI comenzó a cotizar en la bolsa española a finales de 2013 y, en noviembre de 2015, su número se elevaba a 14. Desde el inicio, se han colocado en el mercado primario más de 1,3 mm de euros y, a principios de diciembre de 2015, su capitalización bursátil ascendía a más de 6,1 mm.

El desglose en función de la vocación inversora de los FIMDE muestra que los de perfil más conservador son los que concentran la mayoría de los recursos. Concretamente, en marzo de 2015, los fondos monetarios, los de renta fija y los garantizados suponían, conjuntamente, el 62 % del total de los activos de la industria, aunque su peso relativo ha tendido a reducirse durante los últimos años (en 2009, su patrimonio representaba prácticamente el 82 %; véase gráfico 2.4). Estos vehículos son también los que han contado, de forma conjunta, con un mayor número de partícipes durante todo el período analizado (véase gráfico 2.6).

2 Estas son las únicas IIC para las que se dispone de un desglose por vocación.

1 DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO



2 POSICIÓN INTERNACIONAL DE LAS SOCIEDADES Y LOS FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dentro de estos tipos de IIC de perfil más conservador, se detecta cómo a lo largo de los últimos años han cobrado una importancia creciente las de renta fija, en detrimento de las monetarias. Esta tendencia ha tenido lugar en un contexto de descenso de los tipos de interés del mercado monetario hasta niveles próximos a cero o incluso por debajo de esa cota en el período más reciente, que se ha reflejado en unas rentabilidades muy reducidas. En paralelo, los FIMDE con vocación internacional han visto incrementada su relevancia, tanto en el caso de los de renta fija como en el de los de renta variable. Así, el patrimonio de los primeros ha pasado de 2,8 mm de euros en 2011 a 23 mm en marzo de 2015, y el de los segundos, de 7,4 mm a 29,5 mm en este mismo período.

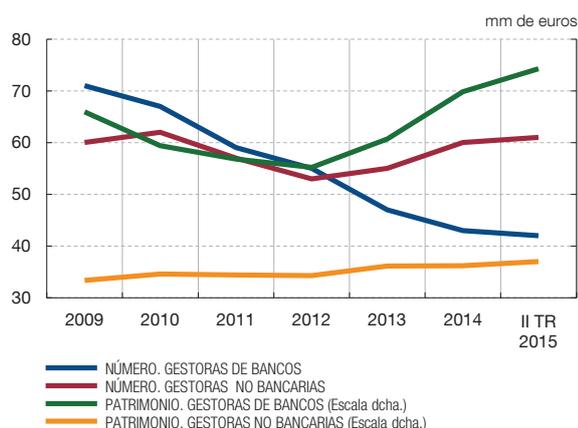
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

En línea con la vocación conservadora de los FIMDE, la distribución por tipo de activo del patrimonio de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria domiciliados en España evidencia que el grueso de la cartera agregada se concentra en activos de riesgo reducido (véase gráfico 3.1)³. Así, la renta fija se ha mantenido a lo largo del período analizado como el principal instrumento de la cartera agregada, concentrando más del 40% de los activos, aunque dicho peso relativo ha tendido a reducirse durante los últimos años, pasando de superar el 60% en 2012, cuando estos títulos presentaban una alta remuneración, a representar el 44% a mediados de 2015, en un contexto de retroceso de los tipos de interés de dichos instrumentos. También ha descendido el peso de los activos monetarios (depósitos y *repos*), desde un porcentaje próximo al 30% en 2008 hasta el 18% a mediados de 2015. En contraposición, el peso de la renta variable se ha incrementado de forma importante durante los últimos años, pasando del 7% al 14% entre esas dos fechas, en un contexto de revalorizaciones en los mercados bursátiles. También se ha incrementado, de forma notable, la proporción que representa la adquisición de activos emitidos por la propia industria de inversión colectiva.

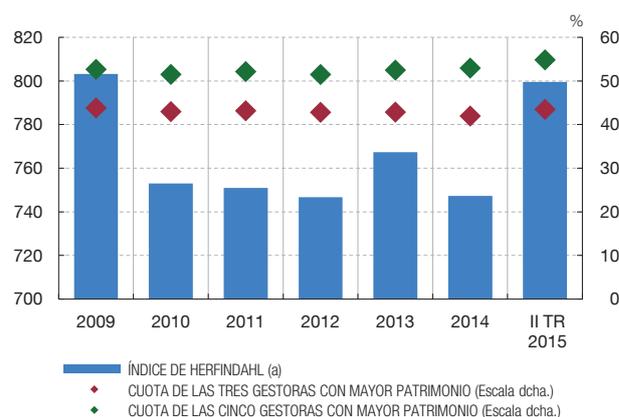
Por otra parte, en el período más reciente se aprecia una creciente diversificación internacional de las carteras, tras los años de crisis económica y financiera, en los que se observó una mayor preferencia por instrumentos emitidos por agentes residentes, en un contexto de fragmentación de los mercados financieros de la UEM. Concretamente, como se

3 No se dispone de información de la composición de la cartera agregada de las IIC extranjeras.

1 NÚMERO Y PATRIMONIO DE GESTORAS DE IIC



2 INDICADORES DE CONCENTRACIÓN



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Este índice se calcula como la suma del cuadrado de las cuotas de mercado de todas las gestoras de IIC. La cuota de mercado se define como el patrimonio gestionado por la institución, dividido entre la suma del patrimonio de todas las IIC.

observa en el gráfico 3.2, la cartera exterior de los fondos y las sociedades de inversión mobiliaria nacionales mostró un aumento significativo, de forma que, a mediados de 2015, el 48,1 % de los valores del activo se concentraba en títulos de emisores no residentes, 18,5 puntos porcentuales (pp) más que en 2011.

El desglose según la divisa de los activos de la cartera revela el predominio de los que están denominados en euros, aunque el peso de las otras monedas ha tendido a elevarse durante los últimos años, pasando, entre finales de 2009 y junio de 2015, del 3,7 % al 10,1 % del patrimonio total.

SOCIEDADES GESTORAS

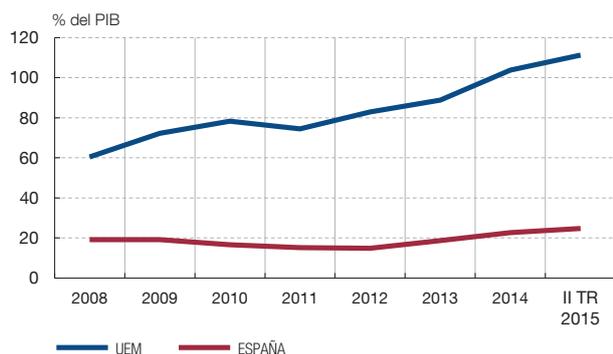
Como muestra el gráfico 4, la industria de la inversión colectiva en España está dominada por gestoras (entidades encargadas de la comercialización y administración de las IIC) pertenecientes a grupos bancarios. En efecto, a mediados de 2015, el peso del patrimonio gestionado por estas suponía el 86 % del total de las IIC domiciliadas en nuestro país, si bien esta proporción ha tendido a reducirse durante los últimos años. En particular, la importancia relativa de las gestoras no bancarias se ha elevado 5 pp desde 2009.

Por lo que respecta al número de gestoras, las pertenecientes a grupos bancarios han experimentado un descenso progresivo desde 2009, que, hasta junio de 2015, se cifra en alrededor del 41 %, hasta situarse en 42 entidades. Esta tendencia está vinculada en buena medida con el proceso de consolidación del sistema bancario observado en este período. Por su parte, el número de gestoras no bancarias disminuyó durante la etapa de crisis y se recuperó después: a mediados de 2015, se situó en 61, alcanzando así una cifra próxima a la de 2009.

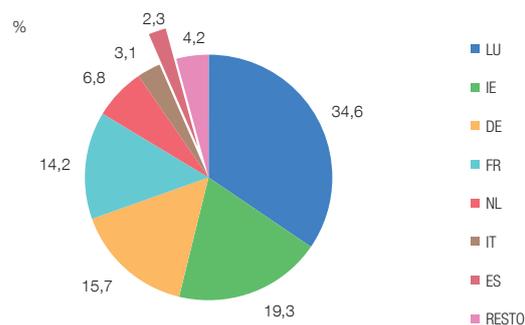
A pesar del descenso del número de gestoras durante los últimos años, el grado de concentración de la actividad en la industria no ha variado significativamente. Concretamente, como se observa en el gráfico 4.2, tanto el índice de Herfindahl⁴ como la cuota de mercado

4 Este índice se calcula como la suma del cuadrado de las cuotas de mercado (expresadas en tanto por ciento) de todas las IIC. La cuota de mercado se define como el patrimonio gestionado por la institución, dividido entre la suma de los patrimonios de todas las IIC.

1 PATRIMONIO (a)



2 DISTRIBUCIÓN POR PAÍS DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN. JUNIO DE 2015 (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Se incluyen las IIC domiciliadas en cada área.

de las tres gestoras que administran una mayor proporción del patrimonio, dos indicadores habituales para medir la concentración, se situaban, a mediados de 2015, en torno a los mismos niveles de 2009 (véase gráfico 4.2). La cuota de las cinco gestoras más grandes, no obstante, se ha elevado ligeramente durante el mismo período.

Por otra parte, tanto en el caso de las gestoras bancarias como en el de las no bancarias, a lo largo de los últimos años se ha observado un incremento en el volumen medio administrado por gestora, que ha sido más acusado en las primeras. Esto último ha permitido un mayor aprovechamiento de las economías de escala de esta industria.

Comparación con la UEM

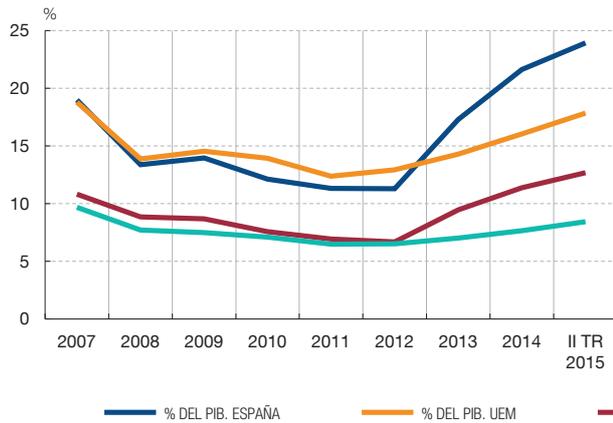
El sector de la inversión colectiva en el conjunto de la UEM ha experimentado un fuerte desarrollo a lo largo de los últimos siete años. Como puede observarse en el gráfico 5, el patrimonio de las instituciones domiciliadas en el área del euro se ha ido elevando progresivamente hasta alcanzar el 114 % del PIB en junio de 2015, frente al 60,4 % de 2008.

El patrimonio de las IIC de la UEM ha presentado, en los últimos años, una evolución más expansiva que el de las domiciliadas en España, de forma que el peso relativo de las nacionales se ha reducido hasta representar solamente el 2,3 % del total correspondiente al conjunto del área a mediados de 2015 (véase gráfico 5.2), proporción 3,7 pp inferior a la de 2008.

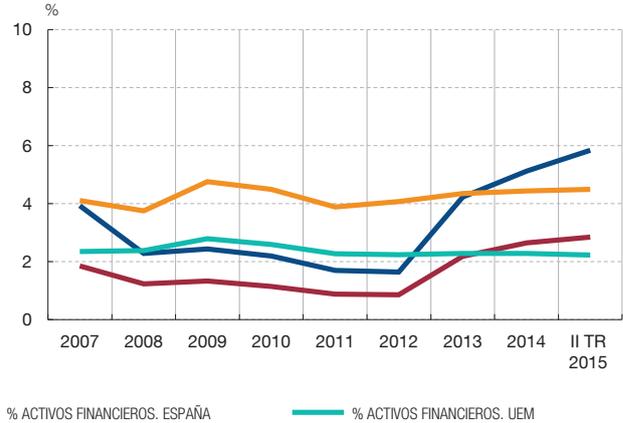
Los países con un patrimonio más elevado son Luxemburgo (casi el 35 % del total de la UEM) e Irlanda (19,3%), lo que refleja el papel internacional de las IIC domiciliadas en esos países, que se ha visto impulsado en parte por el favorable tratamiento fiscal que reciben. Del resto, destacan por su mayor peso Alemania (15,5 %) y Francia (14,2 %).

El mayor desarrollo de la industria de la inversión colectiva en la UEM, en comparación con España, no tiene su reflejo en una mayor importancia en aquella área de las tenencias de los pasivos emitidos en poder de las familias y las empresas. Así, tras su notable avance en los últimos tres años, en España el patrimonio invertido en dichos instrumentos tiene actualmente un peso superior sobre la riqueza financiera de ambos sectores que en la UEM (véase gráfico 6). También es mayor su relevancia en relación con el volumen de depósitos. Por otra parte, en ambas áreas geográficas, la proporción de los activos

1 HOGARES E ISFLSH



2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a Las series de inversión en IIC tienen una ruptura en 2013 por la incorporación a las CFEE de información de fondos domiciliados en el resto del mundo.

financieros invertida en dichos productos por los hogares cuadruplica a la de las empresas no financieras. El menor peso en las carteras de las empresas y las familias de la UEM, en comparación con lo que ocurre en España, a pesar del mayor desarrollo de la industria de la inversión colectiva refleja, por una parte, el hecho de que una proporción destacada de las IIC domiciliadas en dicha zona procede de residentes fuera del área y, por otra, que un porcentaje importante de los activos emitidos por estas instituciones está en manos de empresas financieras.

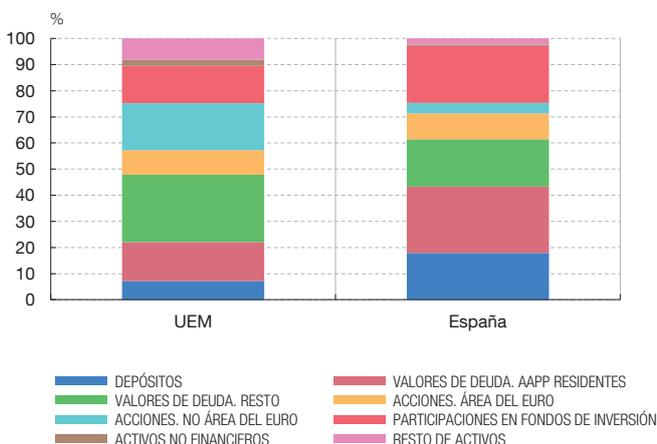
También se observan diferencias entre la composición de la cartera de las IIC españolas y la de las de la UEM. Así, como se ilustra en el gráfico 7.1, en la zona del euro el peso de las acciones (y, en concreto, el de aquellas emitidas por emisores domiciliados fuera del área del euro) es mayor que en las IIC residentes en España (27,4 % frente a 13,9 %, en junio de 2015), mientras que, en contraposición, la relevancia de los depósitos y de los títulos de deuda es más reducida en el conjunto de la UEM. Ello pone de manifiesto el perfil más conservador de la inversión colectiva en España. A esta misma conclusión se llega al realizar un análisis en función de la vocación de las IIC. Concretamente, en la UEM tienen una mayor relevancia relativa las IIC de renta variable, mientras que en España las de renta fija tienen un mayor peso en términos de patrimonio (véase gráfico 7.2).

Conclusiones

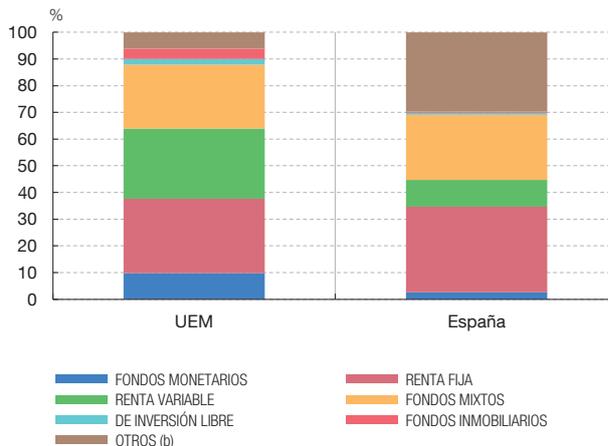
Tras el importante declive durante la crisis, el volumen de flujos canalizados por las IIC comercializadas en España ha tendido a elevarse desde finales de 2012, de modo que el patrimonio de estas instituciones se ha incrementado hasta el 35 % del PIB en noviembre de 2015, alcanzando el nivel máximo observado a mediados de 2007.

Esta evolución reciente ha venido acompañada de algunos cambios en la estructura de la industria. Así, el desglose por tipo de productos evidencia que se ha incrementado de forma importante el peso de los vehículos extranjeros comercializados en España, hasta el 28 % en el primer trimestre de este año, en términos de patrimonio. Por otra parte, en la composición de activos de la cartera se aprecia que han tendido a perder peso los de menor rentabilidad y riesgo, como los depósitos y los valores de renta fija, a favor de los de renta variable, en un contexto de descenso de los tipos de interés. Este desarrollo, que

1 ESTRUCTURA DE LA CARTERA (a)



2 DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO POR VOCACIÓN (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a No incluye las IIC extranjeras.

b La rúbrica «Otros» incluye fondos de garantía parcial, gestión pasiva, retorno absoluto, globales y sociedades de inversión.

supone una cierta convergencia con la estructura de la cartera del conjunto de la UEM, puede elevar la sensibilidad de la riqueza financiera de los tenedores de estos instrumentos (hogares, fundamentalmente, en el caso de España) a cambios en el contexto económico y financiero. No obstante, la proporción de activos de menor riesgo sigue siendo mayoritaria en los vehículos nacionales, manteniendo todavía una vocación inversora más conservadora que la de los del conjunto del área del euro. Por último, otro rasgo destacable es que, si bien la gestión de las instituciones domiciliadas en España sigue estando dominada por las gestoras pertenecientes a grupos bancarios, el peso relativo de estas se ha reducido algo durante los últimos años.

La comparación con la UEM evidencia que en España la industria de la inversión colectiva está menos desarrollada, en cuanto al volumen de patrimonio invertido, si bien la proporción de la cartera financiera de los hogares y las empresas no financieras españoles invertida en pasivos emitidos por estas instituciones es actualmente superior a la que se observa en la zona del euro.

11.12.2015.

