
La evolución de la composición de las carteras de los fondos de inversión españoles

Este artículo ha sido elaborado por Francisco Alonso y Alicia Sanchis, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

La flexibilización de la regulación que ha tenido lugar en los últimos años en el ámbito financiero, tanto a nivel nacional como internacional, ha propiciado una mayor integración de los mercados y ha estimulado la competencia en este sector. De igual modo, se ha producido un intenso proceso de innovación financiera que, en un contexto de importantes avances en las tecnologías de la información, ha contribuido a aumentar el conjunto de posibilidades de inversión.

Por otra parte, la introducción del euro supuso la desaparición del riesgo de cambio en las operaciones financieras dentro de la UEM. En principio, la divisa única promueve la internacionalización de las carteras de los inversores, ya que reduce los costes de transacción y elimina los correspondientes a la cobertura del riesgo cambiario. Pero, al mismo tiempo, la desaparición de los tipos de cambio supone una reducción de las posibilidades de diversificación de riesgos entre instrumentos emitidos dentro de la zona del euro, lo que podría estimular la demanda de instrumentos denominados en monedas distintas del euro [véase Restoy (1999)].

En este contexto, el objetivo de este trabajo es analizar hasta qué punto todos estos cambios acontecidos recientemente en el ámbito financiero se han traducido en una mayor diversificación de las carteras de los inversores españoles. Dado que, en la actualidad, gran parte de la inversión en valores en España se canaliza a través de fondos de inversión (1), cuya capacidad de diversificación es mayor que la de los inversores individuales, el trabajo se centra en estos intermediarios financieros. En concreto, se estudia la evolución de la composición de sus carteras entre abril de 1994 y agosto de 2002, a partir de la información facilitada por la CNMV.

Tras esta introducción, el artículo se estructura en cuatro secciones, en la segunda de las cuales se describe la evolución de la distribución por instrumentos de la cartera agregada de los fondos de inversión. En la tercera sec-

(1) Así, en junio de 2002, el patrimonio de los fondos de inversión españoles representaba el 21,2% de los valores cotizados en poder de los sectores residentes. En el caso de los hogares, las participaciones en fondos de inversión superaban a la cartera de valores cotizados.

ción, se analiza la diversificación geográfica de dicha cartera. La cuarta se centra en el estudio de la composición sectorial de los activos de renta variable y de renta fija privada, y del desglose por calificación crediticia de esta última. Finalmente, en la sección cinco se recogen las principales conclusiones del análisis y sus implicaciones.

2. LA COMPOSICIÓN POR INSTRUMENTOS

Como primer paso para analizar los cambios que se han producido en la composición de la cartera agregada de los fondos de inversión españoles, conviene estudiar su distribución por instrumentos. En concreto, resulta útil distinguir entre activos monetarios, deuda pública, renta fija privada y renta variable (2).

Como muestra el gráfico 1, desde mediados de 1995 la inversión en activos monetarios ha ido paulatinamente cediendo terreno a la renta fija y variable. La progresiva reducción de los tipos de interés que ha acompañado al proceso de convergencia nominal de la economía española (que culminó con el ingreso de nuestro país en la UEM), ha llevado a los fondos a reducir el peso relativo de los activos monetarios en favor de los bonos y las acciones, en busca de una mayor rentabilidad esperada y, en consecuencia, asumiendo un riesgo superior.

A lo largo del período, sin embargo, cabe distinguir varias etapas. Así, desde finales de 1995 hasta la llegada del euro, la caída de la participación de activos monetarios, cercana a los 40 puntos porcentuales (pp), estuvo asociada principalmente a un incremento del porcentaje de renta fija pública (25 pp), aunque también aumentó significativamente el peso de la renta variable (10 pp). El incremento relativo de la renta fija privada fue más moderado (5 pp). Las expectativas de bajadas en los tipos de interés en nuestro país y las buenas perspectivas económicas en general propiciaron, sin duda, estos desplazamientos hacia instrumentos de mayor riesgo.

A partir de 1999, el peso de la renta fija pública comenzó, sin embargo, a experimentar una caída, que, junto con la que seguían experimentado los activos monetarios, supuso una reducción en la participación porcentual de ambos instrumentos de alrededor de 20 pp hasta mediados del 2000, mientras que la ren-

ta variable aumentó su participación en 14 pp y la renta fija privada lo hizo en 6 pp. El ascenso en el peso de las acciones en la cartera de los fondos de inversión recoge también el aumento en su valor de mercado. En el caso de la deuda privada, la desaparición del riesgo de cambio, que permitió a los inversores nacionales acceder a una oferta más amplia de títulos de renta fija privada incurriendo exclusivamente en el riesgo de crédito, también ha podido favorecer el desplazamiento hacia dichos activos (3).

El comportamiento desfavorable de los mercados de renta variable desde el segundo trimestre de 2000 se ha reflejado en una caída de la participación porcentual de este instrumento cercana a los 10 pp hasta el primer trimestre de 2002, evolución que recoge tanto un efecto valoración como una recomposición de las carteras hacia otros activos distintos de las acciones. La mayor parte de esa disminución en el peso de la renta variable se ha materializado en inversiones en renta fija privada, activos que en marzo de 2002 suponían ya cerca de un 25% del total.

3. LA COMPOSICIÓN GEOGRÁFICA

La cartera de los fondos de inversión españoles ha mostrado tradicionalmente un elevado sesgo doméstico. La existencia de riesgo cambiario asociado a las inversiones exteriores ha podido contribuir a este, sobre todo si se tiene en cuenta el bajo perfil de riesgo que caracterizaba, en general, las carteras de los fondos y la imposibilidad de cubrir los movimientos de los tipos de cambio hasta mediados de 1997. Los mayores costes de transacción asociados a las operaciones transfronterizas pueden también ayudar a explicar la elevada propensión a invertir en activos domésticos.

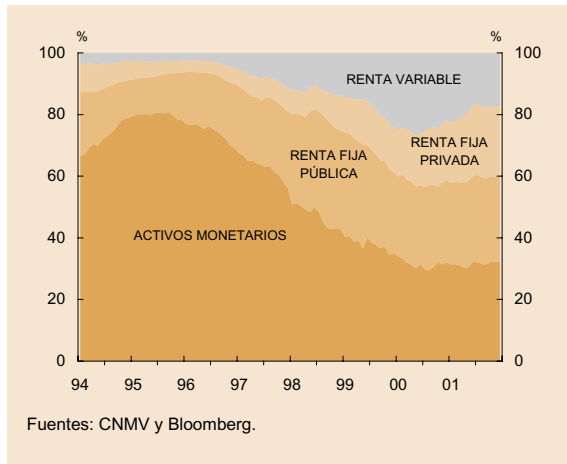
En este contexto, la introducción del euro, el desplazamiento de las inversiones hacia activos de mayor riesgo y la posibilidad de cubrir las variaciones cambiarias desde mediados de 1997 son tres importantes elementos que pueden haber contribuido a reducir el sesgo doméstico de la cartera de los fondos de inversión. Para analizar esta cuestión, en este epígrafe se consideran tres grupos de activos: los nacionales (cartera interior), los emitidos en el

(2) Al construir la cartera agregada, se han excluido las participaciones de los fondos en otros fondos de inversión nacionales, que la CNMV clasifica como renta variable, para evitar su doble contabilización.

(3) Aunque los fondos nacionales pueden eliminar el riesgo de cambio mediante la utilización de instrumentos derivados desde la reforma introducida por la OM 10/6/97, dicha eliminación implica un coste en términos de gestión de la cartera y de cumplimiento de una serie de requisitos legales que supone, de hecho, un obstáculo a la diversificación geográfica del riesgo de crédito.

GRÁFICO 1

Distribución por instrumentos



resto del área del euro y el resto (4). En el gráfico 2, se presenta la composición geográfica de la cartera de los fondos de inversión para cada uno de los cuatro grupos de instrumentos estudiados en la sección anterior. Desde mediados de 1998, se observa un proceso desigual de recomposición de la inversión en favor de activos emitidos por residentes fuera de España, sobre todo del área de la UEM.

En el caso de los activos monetarios, el peso de los emitidos en el resto de la UEM ha pasado de ser prácticamente nulo hasta mediados de 1998 a tener un peso cercano al 10%, que se mantiene estable desde finales de 1999. En la cartera interior, el grueso de estos activos se materializa, básicamente, en adquisiciones temporales. Así, por ejemplo, en marzo de 2002 estos instrumentos representaban un 70%. Por el contrario, en la cartera exterior, el peso de las operaciones de adquisición temporal es muy reducido (0,6 % en esa misma fecha).

La diversificación geográfica ha sido mucho más acusada en el caso de la de renta fija, tanto pública como privada. Así, en el caso de la deuda pública, el peso de los activos emitidos en el resto de países de la UEM ha superado, desde finales de 2001, al de la deuda pública española. Como puede apreciarse en el gráfico 3, a partir de 1998 se produjo un intenso

(4) Esta clasificación se ha construido según la divisa en la que están denominados los activos. Así, en el primer grupo se incluyen, hasta 1999, los denominados en pesetas y, a partir de esa fecha, los emitidos en euros en España. En el segundo grupo se incluyen, hasta 1999, activos denominados en el resto de las divisas de los países que hoy pertenecen al área del euro y, desde esa fecha, los emitidos en euros fuera de España. En el tercero, los denominados en cualquier otra divisa.

GRÁFICO 2

Composición geográfica

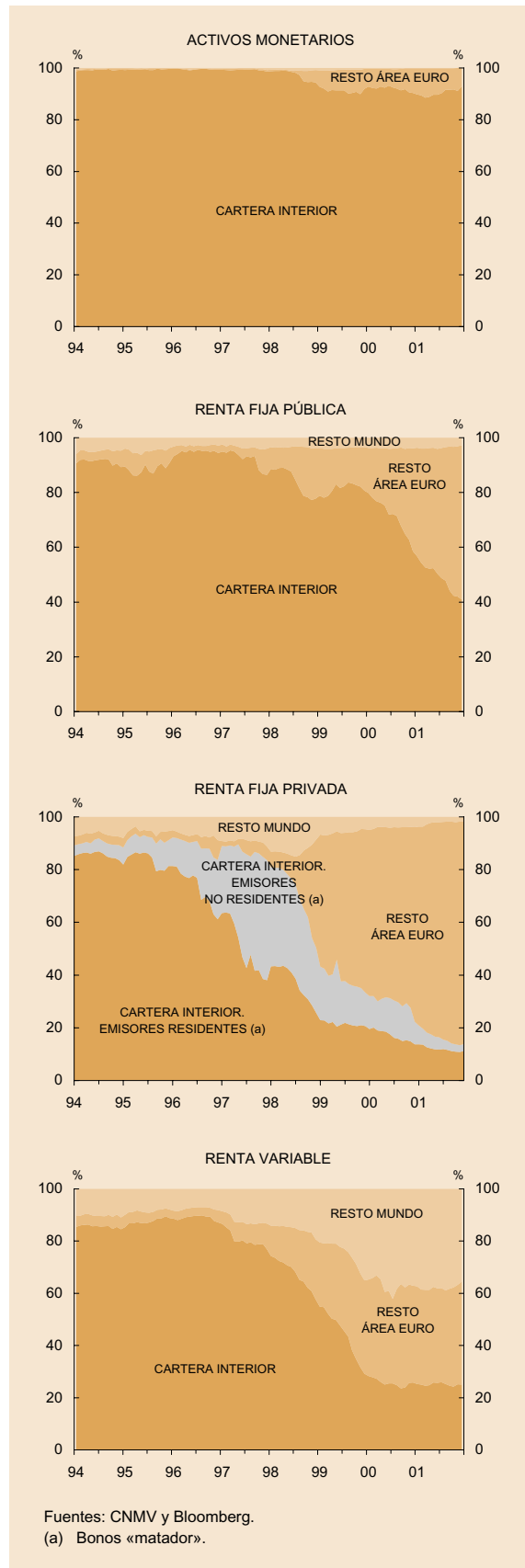
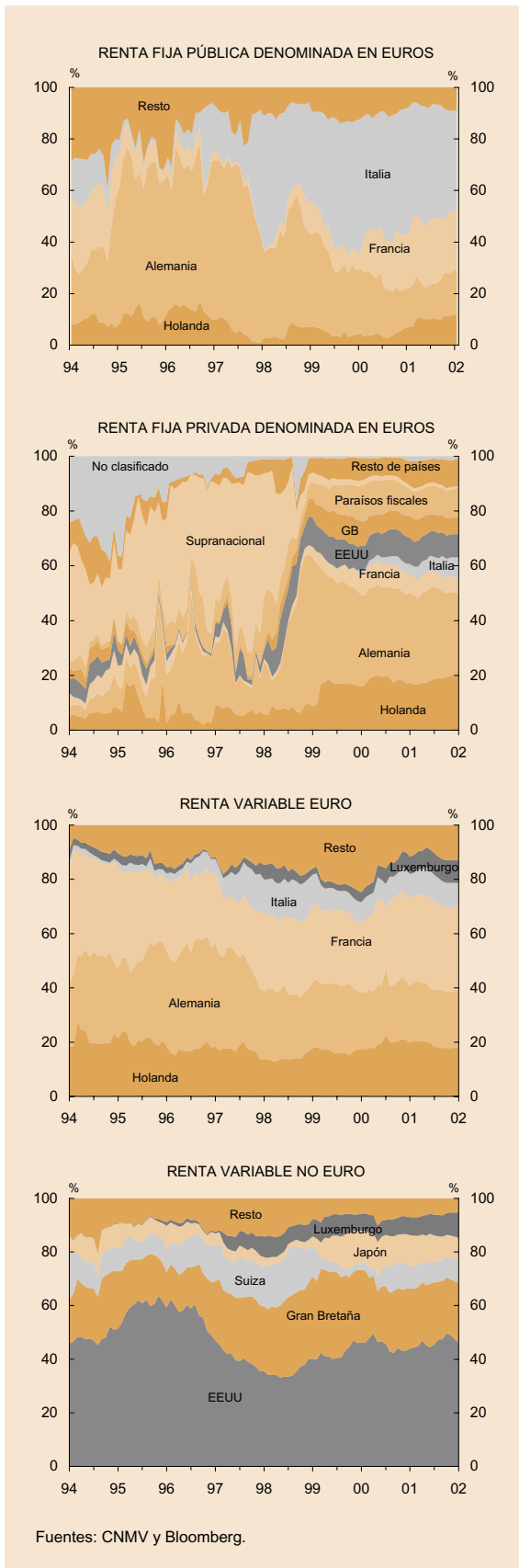


GRÁFICO 3

Composición por países de los valores exteriores



desplazamiento desde la deuda pública alemana hacia la italiana, más rentable, aunque con un menor grado de liquidez y un riesgo crediticio superior. Desde 2000, sin embargo, aunque la deuda alemana ha continuado perdiendo peso, esta vez ha sido la francesa la que lo ha ganado. De hecho, la mayor parte de la deuda pública de la UEM en manos de los fondos correspondía a finales del primer trimestre de 2002 a emisiones del Estado italiano (40%), siendo el resto mayoritariamente emisiones del Estado francés (23%) y del alemán (20%).

Por su parte, el peso de los activos emitidos en España dentro de la cartera de renta fija privada era, en marzo de 2002, de solo el 14%, siendo las empresas del resto del área euro las principales destinatarias de los recursos que los fondos colocaban en este instrumento. En 1994, sin embargo, la proporción era del 90%, del que cinco puntos porcentuales correspondían a los llamados «bonos matador», valores emitidos en pesetas por no residentes. Dichos activos llegaron a adquirir un peso significativo a principios de 1998 (45% de la cartera de renta fija privada). Así, entre 1996 y 1998, la existencia de estos valores permitió que los fondos aumentasen sus inversiones en activos de deuda sin incurrir en riesgo cambiario. Desde la introducción del euro, dejaron de emitirse bonos matador, pero los fondos accedieron a una oferta muy amplia de valores de renta fija exentos de riesgo cambiario, lo que favoreció el masivo desplazamiento hacia estos. En todo caso, no puede descartarse que una parte de la deuda privada exterior corresponda a emisiones de empresas españolas o de sus filiales en el extranjero (5).

Respecto al destino por países de las inversiones en deuda privada emitida fuera de España, en el gráfico 3 puede observarse que Alemania era, a finales del primer trimestre de 2002, el país que acaparaba el mayor porcentaje de esta inversión, seguido por Holanda (6). El resto de la cartera se encontraba muy dividida por países, siendo los porcentajes de participación relativamente reducidos.

La inversión en renta variable también ha mostrado una importante reducción del sesgo doméstico durante los últimos años. Así, las acciones emitidas por empresas españolas tenían, en marzo de 2002, un peso del 30% de la

(5) La clasificación por países disponible se basa en el lugar de emisión de los valores y no en la nacionalidad de las empresas emisoras, y aunque en la práctica ambos criterios suelen coincidir, en algunos casos las empresas emiten deuda fuera de su país de origen.

(6) Se ha detectado que algunos de los valores emitidos en Holanda corresponden a sociedades europeas no holandesas.

cartera de renta variable de los fondos de inversión españoles, frente al 85% de media en el período 1994-1998. En este caso, las inversiones se han desplazado tanto a empresas de países del resto de la UEM como de otros países desarrollados, fundamentalmente EEUU.

Francia era, en marzo de 2002, el principal destinatario de la inversión en acciones del resto de la UEM, seguida de Alemania y Holanda. Dentro de los activos denominados en divisas distintas del euro, Estados Unidos era el principal destino de la inversión, seguido por el Reino Unido.

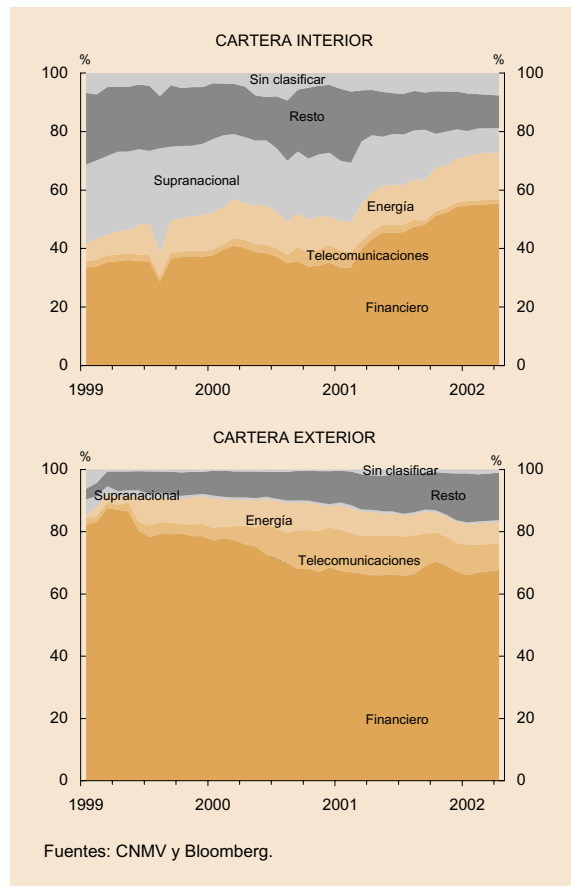
Distintos factores podrían explicar el significativo aumento de la diversificación geográfica de los fondos que se ha producido desde mediados de 1998. En primer lugar, tal como se ha apuntado en la sección anterior, a raíz de la introducción del euro, los fondos han accedido a una oferta más amplia de valores con diferentes riesgos de crédito pero exentos de riesgo cambiario. Además, la eliminación de barreras legales y la creación de un mercado único de servicios financieros a nivel europeo han podido suponer una reducción adicional de los costes de transacción asociados a las inversiones transfronterizas. Estos factores son, probablemente, los que están detrás del desplazamiento hacia activos emitidos en el resto de la UEM, sobre todo en el caso de la renta fija y, en menor medida, de la renta variable. Por otra parte, la desaparición de los tipos de cambio entre los países de la UEM y el previsible aumento de la sincronía cíclica entre ellos supusieron una reducción de las posibilidades de diversificación del riesgo dentro de la zona del euro que ha podido incentivar un incremento de la demanda de instrumentos denominados en otras divisas. Este factor podría ser uno de los que explique el desplazamiento de las inversiones en renta variable hacia activos fuera de la UEM. Por último, la posibilidad de utilizar instrumentos derivados para cubrir el riesgo de cambio a partir de 1997 (véase nota 2) puede haber favorecido igualmente la inversión en activos denominados en otras monedas. No obstante, este efecto no parece muy relevante, ya que el peso de dichos instrumentos es reducido en las carteras de los fondos.

4. LA COMPOSICIÓN POR SECTORES Y POR CALIFICACIÓN CREDITICIA

Ahora bien, el gran avance en las carteras de valores exteriores puede haber estado motivado no solo por un deseo de diversificación geográfica *per se* por parte de los gestores, sino, también, por la existencia de una demanda de valores para los que la oferta relativa en el territorio nacional es insuficiente. En este

GRÁFICO 4

Renta fija privada: composición por sectores



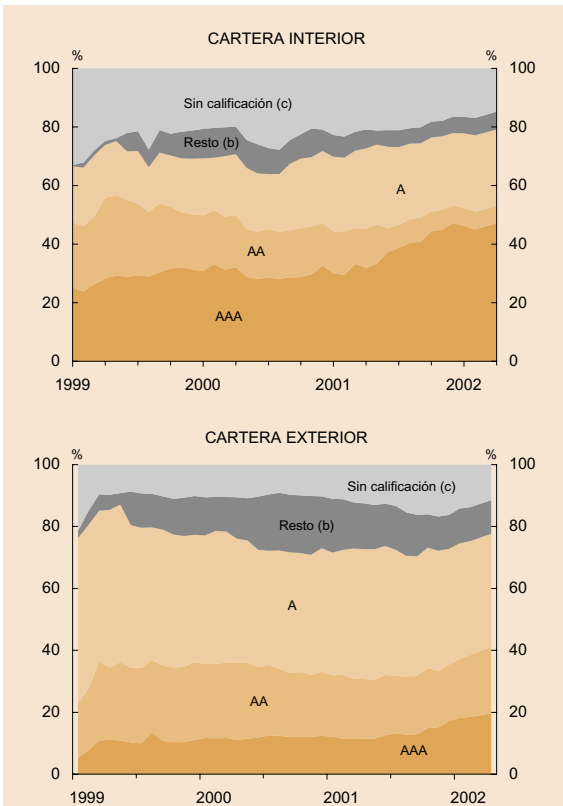
sentido, el estudio comparado de la composición de las carteras interior y exterior en función de algunas características como el sector emisor o la calificación crediticia, en el caso de la renta fija privada, puede ser útil para dilucidar esta cuestión.

La principal característica de la composición por sectores de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión españoles, que aparece en el gráfico 4, es su elevada concentración. Así, al final de la muestra, el sector financiero representaba alrededor del 65% de la inversión exterior y el 55% de la interior, seguido a gran distancia por los sectores de telecomunicaciones y energía. Además, lejos de haberse reducido, se observa incluso un aumento de la concentración durante los últimos años. Otros sectores con un peso significativo son el energético, sobre todo en la cartera interior, y, en el caso de la exterior, el de telecomunicaciones.

El peso del sector financiero en la cartera de renta fija es seguramente un reflejo de la mayor oferta relativa de activos en dicho sector. Por otra parte, el hecho de que la concentración sectorial sea incluso superior en la cartera exterior

GRÁFICO 5

Renta fija privada: composición por calificación crediticia (a)



Fuentes: CNMV y Bloomberg.

(a) Los porcentajes corresponden a una muestra de las carteras. Las muestras cubren un 90% y un 94% en las carteras interior y exterior, respectivamente. No se incluyen emisiones supranacionales.

(b) Esta categoría incluye B, BB, BBB y C. La mayor parte es BBB.

(c) Incluye también aquellas referencias para las que la fuente no proporcionaba información.

sugiere que la reducción del sesgo doméstico en la renta fija no parece estar relacionada con la búsqueda de una mayor diversificación sectorial.

Otra característica importante de los valores de renta fija privada es su calificación crediticia. El gráfico 5 representa la composición de las carteras, tanto interior como exterior, según esta característica (7), desde 1999. Un primer resultado que se observa es que el porcentaje de valores no calificados es significativo tanto en la cartera interior como en la exterior, representando un 30% en media del período, en el primer caso, y en torno a un 20%, en el segundo. El hecho de que haya un mayor porcentaje de emisiones sin calificar dentro de las inversiones en empresas españolas refleja, en parte,

(7) Se han utilizado las calificaciones de la agencia Moody's para clasificar los valores en siete grupos de riesgo, que van desde AAA (grupo de menor riesgo) hasta C (grupo de mayor riesgo).

que en nuestro país el peso relativo de ese tipo de valores ha sido tradicionalmente alto. No obstante, cada vez son más las emisiones de residentes que acceden a una calificación, lo que podría explicar la reducción del porcentaje de esta categoría de valores que se observa en el gráfico en el pasado reciente. Adicionalmente, es posible que la calificación crediticia de los valores de empresas nacionales tenga menos importancia a la hora de decidir sobre una determinada inversión, dado el mayor conocimiento, por parte de los gestores, de las características de dichos emisores.

Otro elemento que se observa en el gráfico 5 es el bajo perfil de riesgo crediticio de las inversiones en deuda privada tanto en la cartera interior como exterior, si bien en esta última el nivel de riesgo es algo superior. En este sentido, es posible que la diversificación geográfica dentro de la UEM pueda estar, en parte, relacionada con la demanda de activos de renta fija con una mayor rentabilidad esperada y, por tanto, con un mayor nivel de riesgo crediticio.

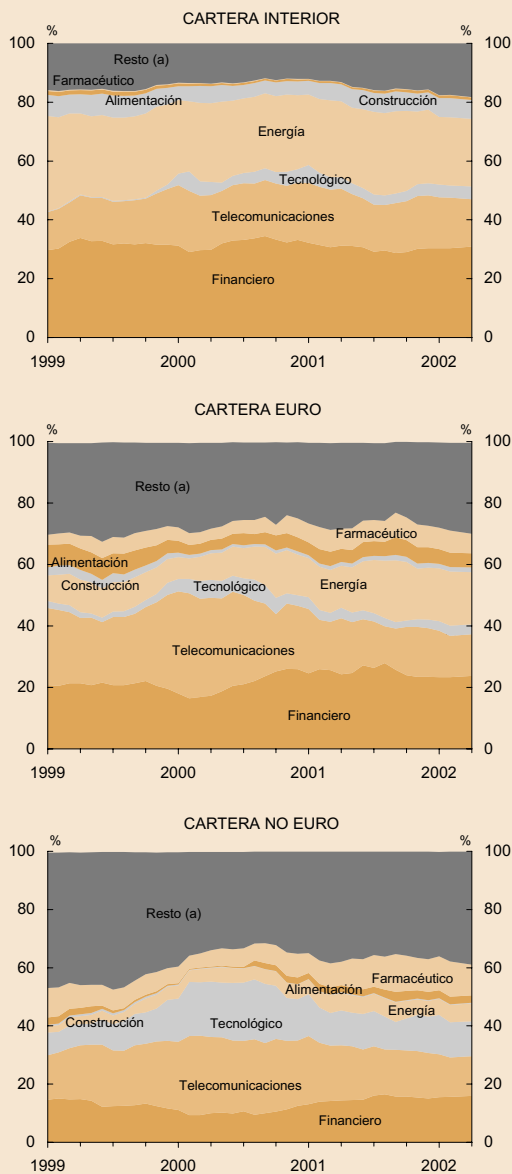
En cuanto a la composición sectorial de la inversión en acciones, en el gráfico 6 se muestra su evolución desde 1999. Se observa que, en marzo de 2002, el sector financiero era el que presentaba un mayor peso dentro de la cartera interior (30%), seguido del energético (22%) y del de telecomunicaciones (16%). El sector financiero también era el principal destinatario de la inversión en acciones emitidas por empresas del resto del área euro (23%), mientras que los sectores energético y telecomunicaciones, por su parte, tenían una participación en torno al 15% cada uno. En cambio, la cartera de renta variable de fuera de la UEM presentaba una composición sectorial sustancialmente diferente. Así, los sectores tecnológico y farmacéutico tenían un peso conjunto del 22%, mientras que en la cartera interior la importancia relativa de esas ramas de actividad era inferior al 5%. En este sentido, la reducción del sesgo doméstico en la cartera de renta variable de los fondos de inversión españoles podría responder, en parte, a la necesidad de aumentar el peso de sectores con una oferta de valores reducida en nuestro país como son las empresas farmacéuticas o las tecnológicas.

5. CONCLUSIONES

La cartera de los fondos de inversión españoles ha experimentado durante los últimos seis años una profunda modificación, en una doble dirección. En primer lugar, se ha producido un desplazamiento hacia activos de mayor riesgo, fenómeno este que se inició a mediados de 1995, y, en segundo lugar, se ha observado

GRÁFICO 6

Renta variable: composición por sectores



Fuentes: CNMV y Bloomberg.

(a) El resto incluye una amplia variedad de sectores de participación relativamente reducida.

y en la renta variable, incurriendo, en consecuencia, en un mayor riesgo. Por su parte, la introducción de la moneda única parece haber contribuido, en un contexto general de globalización de la actividad financiera, al proceso de diversificación geográfica de las carteras de los fondos de inversión españoles.

En el caso de la renta fija, la inversión se ha desplazado básicamente hacia emisiones del resto del área euro. Aunque, dada la posibilidad de cobertura del riesgo cambiario con anterioridad a 1999, el conjunto de posibilidades de inversión no se ha ampliado significativamente a partir de la introducción del euro; la reducción de los costes de transacción ha permitido que los fondos estén en mejores condiciones para acceder a una oferta de activos amplia, manteniendo un perfil de riesgo moderado, salvando así la escasez relativa de este tipo de instrumentos en nuestro país. En cuanto a la renta variable, la mayor diversificación geográfica se ha traducido en un desplazamiento, no solo al resto del área del euro, sino también al resto del mundo, como consecuencia de la mayor homogeneidad de las emisiones en la UEM, tras la desaparición del riesgo cambiario.

Estos resultados sugieren algunas implicaciones importantes. En primer lugar, la mayor posibilidad de diversificar riesgos sin incurrir en el coste de la cobertura de los movimientos en los tipos de cambio, tras la introducción del euro, ha permitido que las carteras de los fondos de inversión españoles sean ahora más eficientes. Por otra parte, el aumento del peso de los activos de mayor riesgo implica que la riqueza financiera de los agentes es ahora más sensible a la evolución de los precios de los activos. Finalmente, el desplazamiento masivo de las inversiones hacia activos emitidos en el exterior pone también de manifiesto los beneficios que podrían derivarse para nuestra industria financiera de la ampliación de la oferta de algunos instrumentos, como la deuda privada, con una demanda creciente.

20.12.2002.

una mayor diversificación geográfica, que empezó a producirse a mediados de 1998, coincidiendo con la eliminación del riesgo cambiario dentro del área euro.

Los bajos tipos de interés que han acompañado al proceso de convergencia y las expectativas de tasas de inflación y tipos de interés reducidos han llevado a los gestores de fondos de inversión a reducir el peso que tenían en sus carteras los activos monetarios y buscar mayores rentabilidades esperadas en los bonos

BIBLIOGRAFÍA

ECB (2001). «The euro bond market», Other publications of the European Central Bank, julio.

ECB (2001). «The euro equity markets», Other publications of the European Central Bank, agosto.

GARCÍA-VAQUERO, V. (2002). «Los mercados de renta fija europeos: grado de integración y evolución reciente», *Boletín económico*, Servicio de Estudios, Banco de España, marzo.

RESTOY, F. (1999). *Los mercados financieros españoles ante la Unión Monetaria*, Documento de Trabajo nº 9910, Banco de España.