UNIVERSIDAD DE DEUSTO

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

DEUSTO BUSINESS SCHOOL

Programa: Competitividad Empresarial y Desarrollo Económico

TESIS DOCTORAL

DETERMINANTES DE LA CUOTA DE MERCADO DE LA INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN

Gonzalo Perea Miranda

Dirigida por Mikel Larreina Díaz

El Director

El Doctorando

Deusto-Bilbao, Octubre 2015

Deusto
Universidad de Deusto

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Deusto Business School

TESIS DOCTORAL

DETERMINANTES DE LA CUOTA DE MERCADO DE LA INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN

Doctorando
Gonzalo Perea Miranda

Director
Mikel Larreina Díaz

Deusto-Bilbao, Octubre 2015

INDICE

AGRADECIMIENTOS 5

INTRODUCCIÓN 7

BLOQUE I: LAS IIC COMO HERRAMIENTA DE GESTIÓN DEL AHORRO 19

1) IMPORTANCIA DEL AHORRO EN LA ECONOMÍA 19
2) MOTIVACIONES Y TEORÍAS DEL AHORRO 50
3) DETERMINANTES DEL AHORRO FAMILIAR 55
3.1) Presión fiscal 58
3.2) Renta disponible familiar 63
3.3) Riqueza familiar 69
3.3.1) Riqueza total familiar 69
3.3.2) Endeudamiento familiar 80
3.3.3) Riqueza neta familiar 89
3.4) Estructura poblacional 92
3.5) Situación laboral 97
3.6) Tipo de interés real 103
3.7) Confianza 111
4) ESPECIFICACIÓN DEL MODELO DEL AHORRO FAMILIAR 113

BLOQUE II: ESTRUCTURA Y DESARROLLO DE LAS IIC 117

1) ESTRUCTURA DE LA INDUSTRIA 117
1.1) Formas jurídicas 119
1.1.1) Fondos de inversión 119
1.1.2) Sociedades de inversión 120
1.2) Entidades relacionadas 122
1.2.1) Entidades comercializadoras 122
1.2.2) SGIIC 123
1.2.3) Entidades depositarias 124
1.3) Modalidades 127
1.3.1) De acuerdo con la normativa europea 127
1.3.2) En función del carácter de la inversión que realizan 127
1.3.3) En función del destino de los resultados 130
1.3.4) En función de la liquidez proporcionada al inversor 130
2) DESARROLLO DE LA INDUSTRIA 132
2.1) Antecedentes 132
2.2) Evolución 135
2.2.1) Europa 141
2.2.2) España 159
2.2.3) SGIIC 174
2.3) Determinantes 188
2.3.1) Desintermediación financiera y política comercial de las entidades de crédito 190
2.3.2) Marco legal y modificaciones legislativas 197
2.3.2.1) Europa 200
2.3.2.2) España 205
2.3.3) Conocimiento y experiencia financiera 210
2.3.4) Características de los fondos de inversión como producto financiero 219
2.3.4.1) Rentabilidad - riesgo 219
2.3.4.2) Honorarios 237
2.3.4.3) Fiscalidad 246
2.3.4.4) Liquidez 251
2.3.4.5) Gestión profesionalizada y asesoramiento financiero 251
2.3.4.6) Seguridad y supervisión 257
2.3.4.7) Información y transparencia 261
2.3.4.8) Importe mínimo de inversión 266
2.3.5) Principales competidores de la Industria en la composición de la riqueza financiera familiar 268

BLOQUE III: ESTUDIO EMPÍRICO 279

1) OBJETO DE LA INVESTIGACIÓN 279
1.1) Comportamiento financiero 279
1.2) Satisfacción global 279
1.2.1) Calidad del servicio 280
1.2.2) Calidad del producto 281
1.2.3) Precio 282
2) METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN 283
2.1) Fuentes de información 283
2.2) Obtención de la muestra 284
2.3) Técnicas estadísticas 290
2.3.1) Modelo SERVQUAL 290
2.3.2) Tablas de contingencia y estadísticos de independencia 294
2.3.3) Análisis de varianza para la comparación de medias de grupos muestrales 295
2.3.4) Análisis de conglomerados (clústeres) 296
2.4) Cuestionario 298
3) HIPÓTESIS DE TRABAJO 299
4) ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LOS RESULTADOS 301
4.1) Comportamiento financiero 301
4.1.1) Ahorro 301
4.1.2) Conocimiento financiero 302
4.1.3) Perfil inversor 307
4.2) Satisfacción global 311
4.2.1) Calidad del servicio 320
4.2.2) Rentabilidad 326
4.2.3) Comisiones y gastos de gestión 328
5) RESULTADOS DE LAS HIPÓTESIS DE TRABAJO 331

CONCLUSIONES 351

LIMITACIONES 362

FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN 364

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 365

APÉNDICES 424

APÉNDICE Nº 1: DEFLACTOR DEL PIB_{PM} DE LA EUROZONA 424
APÉNDICE Nº 2: PIB_{PM} DE LA EUROZONA 425
APÉNDICE Nº 3: AHORRO NACIONAL BRUTO DE LA EUROZONA 426
APÉNDICE Nº 4: TESTS ADF, PP, PKSS Y PERRONSB: LANB Y LPIB 427
APÉNDICE Nº 5: VAR LAG ORDER SELECTION CRITERIA: LANB Y LPIB 429
APÉNDICE Nº 6: TEST JOHANSEN: LANB Y LPIB 430
APÉNDICE Nº 7: TEST HANSEN: LANB Y LPIB 431
APÉNDICE Nº 8: RESIDUOS MODELO LANB 432
APÉNDICE Nº 9: RESIDUOS 1º MODELO LPIB 434
APÉNDICE Nº 10: RESIDUOS 2º MODELO LPIB 435
APÉNDICE Nº 11: DEFLACTOR DEL IPCA DE LA EUROZONA 436
APÉNDICE Nº 12: ADQUISICIÓN NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES DE LA EUROZONA 437
APÉNDICE Nº 13: AHORRO BRUTO DE LOS HOGARES DE LA EUROZONA 438
APÉNDICE Nº 14: TESTS ADF, PP, KPSS, PERRONSB: LADQNETACTFINH Y LABH 439
APÉNDICE Nº 15: VAR LAG ORDER SELECTION CRITERIA: LADQNETACTFINH Y LABH 441
APÉNDICE Nº 16: TEST JOHANSEN: LADQNETACTFINH Y LABH 442
APÉNDICE Nº 17: TEST HANSEN: LADQNETACTFINH Y LABH 443

APÉNDICE Nº 18: RESIDUOS MODELO LADQNETACTFINH 444
APÉNDICE Nº 19: PRESIÓN FISCAL SOBRE LOS HOGARES DE LA EUROZONA 446
APÉNDICE Nº 20: REMUNERACIÓN DE ASALARIADOS SOBRE LA RENTA BRUTA DISPONIBLE DE LOS HOGARES DE LA EUROZONA 447
APÉNDICE Nº 21: RIQUEZA NETA DE LOS HOGARES DE LA EUROZONA 448
APÉNDICE Nº 22: TASA DE DEPENDENCIA EN LA EUROZONA 449
APÉNDICE Nº 23: TASA DE OCUPACIÓN EN LA EUROZONA 450
APÉNDICE Nº 24: TIPO DE INTERÉS REAL EN LA EUROZONA 451
APÉNDICE Nº 25: CONFIANZA DEL CONSUMIDOR DE LA EUROZONA 452
APÉNDICE Nº 26: TESTS ADF, PP, KPSS, Y PERRONSB: PRESFISC, RASRBDH, LRIQNETA, TDEP, TOCUP, TIREAL Y LCON 453
APÉNDICE Nº 27: VAR LAG ORDER SELECTION CRITERIA: LABH, PRESFISC, RASRBDH, LRIQNETA, TDEP, TOCUP, TIREAL Y LCON 457
APÉNDICE Nº 28: TEST JOHANSEN: LABH, PRESFISC, RASRBDH, LRIQNETA, TDEP, TOCUP, TIREAL Y LCON 458
APÉNDICE Nº 29: TEST HANSEN: LABH, PRESFISC, RASRBDH, LRIQNETA, TDEP, TOCUP, TIREAL Y LCON 459
APÉNDICE Nº 30: RESIDUOS MODELO LABH 460
APÉNDICE Nº 31: PREGUNTAS SOCIOECONÓMICAS 462
APÉNDICE Nº 32: HIPÓTESIS H_{A1} 463
APÉNDICE Nº 33: HIPÓTESIS H_{A2} 465
APÉNDICE Nº 34: HIPÓTESIS H_1 467
APÉNDICE Nº 35: HIPÓTESIS H_2 469
APÉNDICE Nº 36: HIPÓTESIS H_3 471
APÉNDICE Nº 37: HIPÓTESIS H_4 473
APÉNDICE Nº 38: HIPÓTESIS H_5 475
APÉNDICE Nº 39: HIPÓTESIS H_6 477
APÉNDICE Nº 40: HIPÓTESIS H_7 479
APÉNDICE Nº 41: HIPÓTESIS H_8 481
APÉNDICE Nº 42: HIPÓTESIS H_9 483
APÉNDICE Nº 43: HIPÓTESIS H_{10} 485
APÉNDICE Nº 44: HIPÓTESIS H_{11} 487
APÉNDICE Nº 45: HIPÓTESIS H_{12} 489
APÉNDICE Nº 46: HIPÓTESIS H_{13} 491
APÉNDICE Nº 47: HIPÓTESIS H_{14} 493
APÉNDICE Nº 48: HIPÓTESIS H_{15} 495
APÉNDICE Nº 49: HIPÓTESIS H_{16} 496
APÉNDICE Nº 50: HIPÓTESIS H_{17} 497
APÉNDICE Nº 51: HIPÓTESIS H_{18} 498

Agradecimientos

A Mikel Larreina, mi Director, sin cuya orientación, experiencia y dedicación, muchas horas de conversación y numerosas sugerencias, este trabajo no hubiera sido posible.

A Alejando Babío, por ponerme en contacto con Mikel Larreina.

A la Universidad Pública de Navarra, por darme la oportunidad de iniciar estudios de Doctorado cuando mi vida laboral transcurría en Pamplona y apoyarme hasta obtener la Suficiencia Investigadora.

A la Universidad de Deusto, por acogerme después de mi regreso a Bilbao y permitirme desarrollar esta investigación compatibilizándola con mi vida profesional.

A los alumnos de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Deusto y sus familias, que han colaborado en el trabajo de campo de esta investigación.

A Julio Bethelmy, sus observaciones han ayudado a la realización de este trabajo.

Y por último, a mi familia, por su apoyo incondicional.

Muchas gracias.

Introducción

"*Si las sociedades de inversión colectiva invirtieran sólo en renta variable, podrían comprarse todas las compañías cotizadas del mundo*[1]", según afirma Rabadán, Presidente de Inverco[2] (Fernández Díaz, El País, 2014).

En efecto, la inversión colectiva tiene un papel muy relevante en la economía mundial, especialmente, las IIC[3] de tipo abierto y los fondos de pensiones. Así, a cierre de 2013 el volumen de activos en IIC de tipo abierto, 26,1 billones de euros[4], y fondos de pensiones, 18,4 billones de euros[5], suponían cuatro quintas partes del PIBpm[6] mundial.

Las IIC captan públicamente fondos, bienes o derechos para invertirlos y gestionarlos conjuntamente en activos financieros o no financieros. Según apunta Rabadán (2011) desempeñan asimismo una doble función: por un lado, social, al potenciar el ahorro ofreciendo las mejores oportunidades de inversión y contribuir a la difusión del capital de las empresas entre el mayor número posible de pequeños inversores; y por otro, económica y financiera, al canalizar recursos hacia la inversión en mercados de capitales. De este último modo, contribuyen a financiar el crecimiento económico mediante mecanismos de crédito, generalmente en forma de renta fija pública o privada, o a través de participaciones en el capital de empresas.

El patrimonio mundial invertido en IIC de tipo abierto está muy concentrado geográficamente en Estados Unidos, que lidera el sector con una cuota de mercado del 50,8% y un valor a finales de 2013 de 13,2 billones de euros[7] (Investment Company Fact Book, 2014). Europa representaba en el mismo año un 26,3% del patrimonio global, porcentaje similar al de su PIB en la economía mundial. El desarrollo de la inversión colectiva en Europa sigue siendo inferior al que ha experimentado Estados Unidos, entre otras razones, por el menor grado de desintermediación del sistema financiero europeo (BCE, 2013). De hecho, Estados Unidos tiene un peso en los mercados financieros globales muy superior al que le correspondería por el tamaño de su economía, medido a través del PIB, mientras que en el caso de Europa, el peso relativo en la economía real y en las finanzas globales es muy similar. Por ello, aunque la UE-28 tiene un PIB mayor que el estadounidense, su rol en numerosos mercados financieros es muy inferior al de Estados Unidos. Esta diferencia entre las dos

[1] En diciembre de 2013 el valor de capitalización medio de la renta variable a nivel mundial asciende a 43,8 billones de euros. Fuente: World Federation of Exchanges (WFE) y elaboración propia. A lo largo de la presente Tesis, se empleará el término abreviado WFE.

[2] Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones de España.

[3] Las IIC incluyen fondos y sociedades de inversión de tipo abierto y cerrado, y no engloban fondos de pensiones, ni fondos de titulización de activos, ni entidades de capital-riesgo. En las IIC de tipo abierto las acciones o participaciones son recompradas o reembolsadas directa o indirectamente con cargo a sus activos a petición de los inversores antes del inicio de su fase de disolución o liquidación. Entre ellas, destacan especialmente los fondos monetarios, de renta fija, mixtos, de renta variable, fondos de fondos y fondos cotizados, pues canalizan, en gran medida, la demanda de los inversores minoristas. En cambio, en las IIC de tipo cerrado las desinversiones se producen de forma simultánea para todos los inversores.

[4] Fuente: International Investment Funds Association (IIFA), European Fund and Asset Management Association (EFAMA), asociaciones nacionales y elaboración propia. A lo largo de la presente Tesis, se emplearán los términos abreviados IIFA y EFAMA.

[5] Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). A lo largo de la presente Tesis, se empleará el término abreviado OCDE.

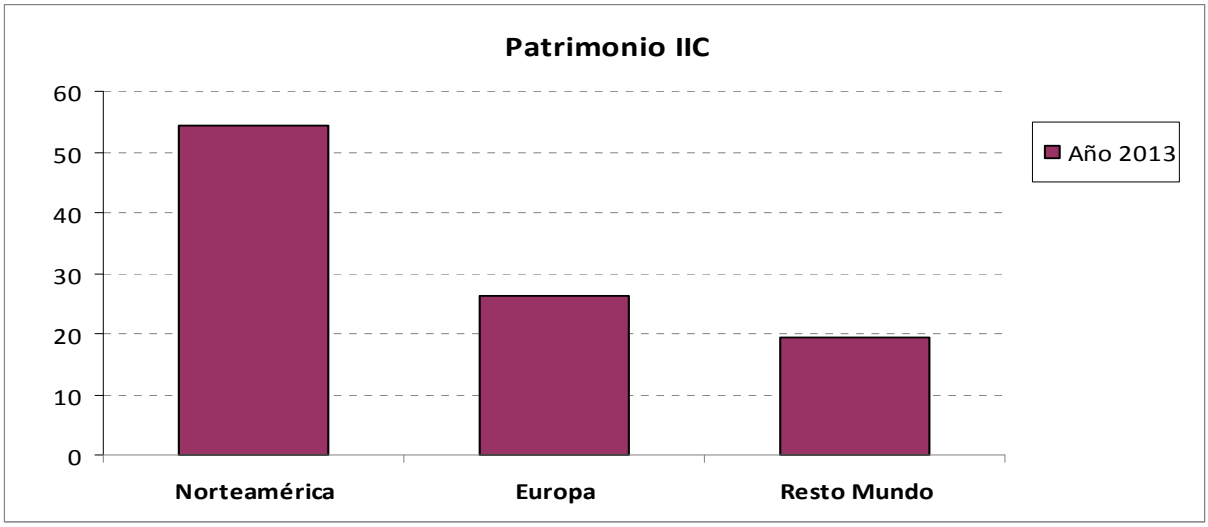
[6] El Producto Interior Bruto a precios de mercado (PIBpm) ascendió a 54,8 billones de euros a cierre de 2013. El tipo de cambio Eur/USD utilizado ha sido el del 31 de Diciembre de 2013. Fuente: Banco Mundial.

[7] Las IIC de tipo abierto (*open-end mutual funds*) incluyen también fondos de fondos y fondos cotizados.

principales economías occidentales se puede observar, por ejemplo, en la capitalización bursátil de las bolsas. Así, la de los mercados de valores estadounidenses es ligeramente inferior al 40% del total mundial a finales de 2014, mientras que la de las bolsas europeas apenas superaba entonces el 20% de la capitalización bursátil mundial (WFE, 2015). Entre las causas de estas diferencias hay sólidas razones socioeconómicas, como la mucha mayor presencia de pymes en Europa (que no tienen el tamaño mínimo suficiente para acudir a mercados organizados a captar fondos) o la existencia de un *estado de bienestar* mucho más desarrollado, lo que limita el mercado de compañías de seguros y fondos de pensiones.

Volviendo a los últimos datos sobre el patrimonio de las IIC, el gráfico nº 1 detalla cómo se distribuye éste en función de la región donde están domiciliados:

Gráfico nº 1



Patrimonio en IIC de tipo abierto domiciliadas por áreas geográficas[8] sobre patrimonio mundial en IIC de tipo abierto (%). Fuente: IIFA, ICI[9], EFAMA y elaboración propia (16.12.14).

La industria de IIC de tipo abierto ha experimentado una trayectoria especialmente ascendente desde el inicio de los años noventa. Así, en 1990 gestionaba un patrimonio de 1,7 billones de euros (equivalente al 10,3% del PIBpm mundial de aquel año)[10], que ha crecido hasta los 26,1 billones de euros en 2013 (47,6% del PIBpm mundial), siendo su actividad

[8] Las áreas geográficas son:

Norteamérica: Estados Unidos y Canadá. A lo largo de la presente Tesis nos referiremos así, salvo que se indique lo contrario.

Europa: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, España, Eslovaquia, Eslovenia, Francia, Finlandia, Grecia, Holanda, Hungría, Irlanda, Italia, Liechtenstein, Luxemburgo, Malta, Noruega, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía, Rusia (datos de 2011), Suecia, Suiza y Turquía. Incluye IIC Armonizadas (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS*], término que engloba a las IIC de tipo abierto autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea de acuerdo a la Directiva 2009/65/CE, a diferencia del término *Non-UCITS*, que incluye a las IIC domiciliadas en un Estado miembro de la Unión Europea que no cumplen con la Directiva 2009/65/CE y las IIC domiciliadas en Estados no miembros de la Unión Europea. A lo largo de la presente Tesis nos referiremos así, salvo que se indique lo contrario.

Resto del Mundo: Asia-Pacífico (Australia, China, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Japón, Nueva Zelanda, Paquistán y Taiwán), Iberoamérica (Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, México y Trinidad &Tobago) y Sudráfrica. Incluye fondos nacionales domiciliados de cada país y fondos domiciliados en el extranjero exclusivamente de Hong Kong, Nueva Zelanda y Trinidad & Tobago.

[9] Investment Company Institute (ICI): A lo largo de la presente Tesis, se empleará el término abreviado ICI.

[10] Fuente: Inverco, Banco Mundial y elaboración propia.

como intermediario financiero muy notoria, especialmente en los países más avanzados[11]. Como comparación, los 1.000 bancos más grandes del mundo tenían unos activos superiores a 82 billones de euros a finales de 2013 (The Banker, 2015)[12].

Como hemos señalado, de momento, la actividad del sector de fondos de inversión está focalizada en las economías más desarrolladas del mundo. Por ejemplo, si nos centramos en las quince mayores economías del mundo[13], que supusieron a cierre de 2013 el 73,9% del PIBpm mudial, gestionaron ese año el 79,0% del patrimonio mundial en IIC de tipo abierto[14]. Si dividimos estos países en dos grupos en función de su desarrollo, las diez economías más desarrolladas[15] acumulan en términos relativos un volumen de activos en gestión muy superior al que les correspondería por PIBpm (72,6% y 51,8%, respectivamente). En cambio, las cinco grandes economías en desarrollo, que acumulaban más de un 22% del PIBpm mundial, tenían domiciliadas IIC que apenas gestionaban un 6,4% del patrimonio total mundial[16]. Algunas economías avanzadas, pero de menor tamaño, tienen un peso elevado en esta Industria. Irlanda, Luxemburgo y Hong Kong, que apenas alcanzan en conjunto el 0.7% del PIBpm mundial, gozan de un importante protagonismo en la misma, dado que su cuota de mercado agregada alcanza el 16,1% del mercado global de IIC de tipo abierto[17].

Es previsible que, en el medio plazo, esta Industria tenga un mayor dinamismo en los países en desarrollo hasta que la gran brecha con respecto a las economías más avanzadas se cierre de forma significativa. En la revisión de la literatura científica, y en la lectura de los informes sectoriales de la Industria, no se han encontrado razones que limiten el crecimiento potencial de este sector en las economías menos avanzadas en paralelo a su crecimiento económico, hasta que lleguen las IIC al menos a los niveles europeos o japoneses. Factores que pueden estimular esta Industria en los países menos avanzados son el aumento de la esperanza de vida de su población, la expansión de sus clases medias, y la *educación financiera*, lo que facilitaría que sus inversores comprendieran los beneficios de la diversificación de la cartera de inversión que permiten los fondos de inversión. Por ejemplo, las fuertes caídas bursátiles en China durante el verano de 2015, que han provocado una gran volatilidad en los mercados globales, se han asociado con las especiales características de los inversores chinos, y, específicamente, con el papel determinante de pequeños inversores sin conocimientos financieros[18]. En esta línea, Plantier (2014) analizaba las economías en desarrollo, específicamente China, donde existe una gran propensión al ahorro y un interés por la inversión en los mercados; de este modo, preveía un aumento de la riqueza y los ingresos de forma considerable en los próximos años, y señalaba que, por ello, el crecimiento

[11] Es relevante señalar que, mientras el crecimiento de la industria de IIC se ha producido esencialmente en las economías más avanzadas, el grueso del crecimiento mundial desde 1990 hasta la 2014 se ha generado en los BRICS y otras economías emergentes (o, en algunos casos, *emergidas*).

[12] La base de datos de *The Banker* es la referencia en el sector. Los datos referidos a finales de 2013, para ser exactos, incluyen datos contables de los cierres del año fiscal realizados entre Julio de 2013 y Junio de 2014 (la mayoría de los bancos cerraron su año contable el 31 de Diciembre de 2013). Por razones prácticas, se ha utilizado un único tipo de cambio entre el *dólar* y el *euro* (el del 31 de Diciembre de 2013).

[13] Las quince mayores economías del Mundo en términos corrientes de PIBpm a cierre de 2013 son, y por este orden, Estados Unidos, China, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Brasil, Italia, Rusia, India, Canadá, Australia, España, Corea y México.

[14] Fuente: Banco Mundial, EFAMA, asociaciones nacionales y elaboración propia.

[15] Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Canada, Australia, España y Corea.

[16] Fuente: Banco Mundial, IIFA, ICI, EFAMA, asociaciones nacionales y elaboración propia.

[17] Fuente: Banco Mundial, EFAMA, asociaciones nacionales y elaboración propia.

[18] Véase, por ejemplo, los artículos de opinión de Bloomberg News (2015), Sudworth (2015), Alloway (2015) o Kaiman (2015).

potencial de la industria de IIC en el gigante asiático puede ser elevado[19]: "*de acuerdo con algunos analistas, las perspectivas de la evolución de esta Industria son positivas, los inversores demandan fondos de inversión como vehículo de ahorro*".

Tras esta breve presentación de la industria de fondos de inversión a nivel mundial, avanzamos hacia el objetivo de la presente Tesis Doctoral, el estudio de los principales determinantes de la cuota de mercado de este sector financiero.

La estructura de la industria de IIC de tipo abierto en Europa está condicionada de una manera importante por el comportamiento financiero de los hogares. Por ejemplo, mientras en Estados Unidos los hogares han aumentado su presencia como inversores en la industria de IIC (+2 puntos) desde 2003 hasta alcanzar el 54,8% de su volumen de activos a finales de 2013, en la Eurozona se ha reducido de forma significativa (-19,8 puntos), situándose en el 26,2% a finales de 2013, lo que ha agrandado las diferencias tradicionales en cuanto al papel inversor de los hogares entre la industria de IIC europea y norteamericana. En el caso de las sociedades no financieras, no hay diferencias apreciables entre ambas orillas del Atlántico Norte, pues no representaban a finales de 2013 más que un 5,6% y 6,5% respectivamente de las inversiones en IIC; tampoco hay diferencias en el rol ni de las administraciones públicas ni de los bancos, dado que en ambos casos apenas invierten en esta Industria. Asimismo, las compañías aseguradoras y fondos de pensiones ostentan un peso relativo muy similar tanto en la Industria estadounidense (35,0%) como en la europea (36,1%). El vacío dejado por la menor participación de los hogares europeos en esta Industria ha sido ocupado por otros intermediarios financieros como otros fondos de inversión, sociedades instrumentales (*financial vehicle corporations*) o entidades de contrapartida (*central counterparties*), que en Europa alcanzan más de una quinta parte y en Estados Unidos son residuales (22,6% y 2,6% respectivamente). En Europa, estos otros intermediarios financieros señalados han traspasado parcialmente sus posiciones en activos de renta fija, descienden -7,2 puntos sobre el conjunto de sus activos financieros en el periodo 2003/2013, hacia IIC, que aumentan su peso +5,4 puntos hasta suponer el 13,5% de la totalidad de sus activos financieros, de tal manera que, nos encontramos ante una tendencia que se confirma con independencia de la situación económica en cada momento (EFAMA Fact Book, 2014).

Una explicación de estas diferencias se puede encontrar en el auge de los *mandatos discrecionales de cartera*, que se orientan principalmente hacia clientes institucionales, y que han jugado un papel relevante en la estructura de la industria de IIC en Europa, siendo su función principal facilitarles soluciones personalizadas a sus necesidades de inversión, y entre ellas la canalización parcial de activos hacia fondos de inversión. Esta figura ha alcanzado un

[19] Efectivamente, el crecimiento económico de China en las últimas décadas ha posibilitado que centenares de millones de personas salgan de la pobreza, lo que supone la mayor generación de riqueza acelerada de la historia de la humanidad. Sin embargo, no debemos olvidar que China se encuentra actualmente en un proceso de desaceleración económica que obliga a devaluar el *Yuan* para abaratar sus exportaciones, pues en caso de apreciarse sería más costoso invertir en China, lo que obligaría al aumento de su consumo interno, y por lo tanto, al descenso del ahorro. Por eso, China mantiene depreciada su divisa con respecto al dólar, por ejemplo, comprando deuda norteamericana. En este sentido, problemas de crecimiento económico en China, que en este país puede considerarse que ocurren con crecimientos del PIB inferiores al 7%, impedirían que el país generase empleo suficiente para albergar a la población activa que evoluciona del sector primario hacia la industria y los servicios. Hay que tener presente que la devaluación competitiva de una divisa es una herramienta habitual de los bancos centrales cuando combaten una recesión para favorecer las exportaciones, aunque también tiene sus efectos negativos, como la caída de la capacidad adquisitiva de los ciudadanos, de las importaciones, y un aumento de la inflación. Además, este tipo de acciones unilaterales de un país suelen desencadenar políticas similares en otros países, provocando una caída general del comercio internacional y afectando a todos los estados, lo que sería muy perjudicial para la economía mundial en su conjunto.

volumen de activos bajo gestión de 8,57 billones de euros a finales de 2013, ligeramente superior al volumen total de activos en fondos de inversión de la Industria europea (EFAMA, Asset Management in Europe, 2015)

En cualquier caso, aunque en Europa la inversión directa de las familias en IIC no sea actualmente tan alta como en el pasado, y sea muy inferior a la estadounidense, siguen manteniendo un importante papel en la industria de IIC, siendo éste aún mayor en España, como veremos más adelante. Además, las familias pueden tener un cierto control sobre las decisiones que se tomen con sus posiciones de inversión indirectas.

Esta Tesis se ha planteado con un doble propósito: detallar el posicionamiento de la industria de IIC en el conjunto de los activos financieros de la economía, especialmente desde el punto de vista de los hogares; y dotar a las personas que dirigen la comercialización de fondos de inversión de un soporte teórico sobre qué aspectos son los que aportan una mayor calidad percibida, y en cuáles se puede lograr una ventaja competitiva sobre los competidores, sea ésta permanente o temporal (por ser imitable). Con este fin, la Tesis se estructura en tres bloques principales:

El primer bloque, con carácter previo al doble objetivo planteado, contextualiza las IIC como herramienta de gestión del ahorro: analiza la importancia del ahorro en la economía, estudia el ahorro nacional y su evolución en las principales economías de la Eurozona desde la entrada del *Euro*[20], y determina que el crecimiento del ahorro para el conjunto de la Eurozona se explica por su crecimiento económico utilizando para ello como herramienta un modelo econométrico lineal que se estima a través del método Mínimos Cuadrados Ordinarios Dinámicos (*Dynamic Ordinary Least Squares*, DOLS).

Esta relación no es directamente extrapolable a España, aunque podría serlo con el tiempo siempre que se mantenga en Europa, y que los *shocks* económicos españoles sean similares a los de la Eurozona, fruto del avance del proceso de integración europeo. España, desde su incorporación a la Eurozona, experimentó un *shock* asimétrico de inflación desde 1999 hasta 2011, con incrementos de precios superiores de forma continuada a la media de los demás países socios. Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, la profunda crisis económica ha ralentizado la inflación (hasta el punto de tener varios meses tasas negativas), estando más en línea con la media de la Eurozona. Este mayor crecimiento de los precios en España durante más de una década conllevó un deterioro de la competitividad[21], el incremento de las importaciones y la reducción de las exportaciones, lo que aumentó las necesidades de financiación de la economía española. Además, los menores tipos de interés reales experimentados en España, incluso con valores negativos durante varios años, estimularon la inversión en vivienda y la demanda agregada en general, al penalizar el ahorro. El aparente fuerte crecimiento económico (aparente porque estuvo basado en gran medida en una burbuja, y se disipó rápidamente cuando esta explotó), ligado a una gran inversión en el mercado inmobiliario, necesitó financiarse con fondos procedentes de otros países europeos existiendo un déficit muy elevado en la balanza por cuenta corriente (Sastre y Osuna, 2011). Desde el

[20] El nombre de *Euro* se adopta oficialmente el 16 de diciembre de 1995, se introduce en los mercados financieros el 1 de enero de 1999, y entra en circulación como moneda física el 1 de enero de 2002. Desde su creación se han incorporado diecinueve países incluyendo Lituania en 1 de enero de 2015.

[21] Alemania mejoraba su competitividad, entre otras razones, gracias a las elevadas tasas de inflación de las economías del sur de Europa. En la actualidad, en España, estas diferencias tan elevadas se han corregido, llegando incluso a ser ligeramente inferiores a Alemania. Sin embargo, esta nueva realidad no es suficiente para que España mejore su competitividad por esta vía de manera significativa con relación a Alemania debido a que las tasas de inflación en ambos países son muy bajas (Krugman, 2013).

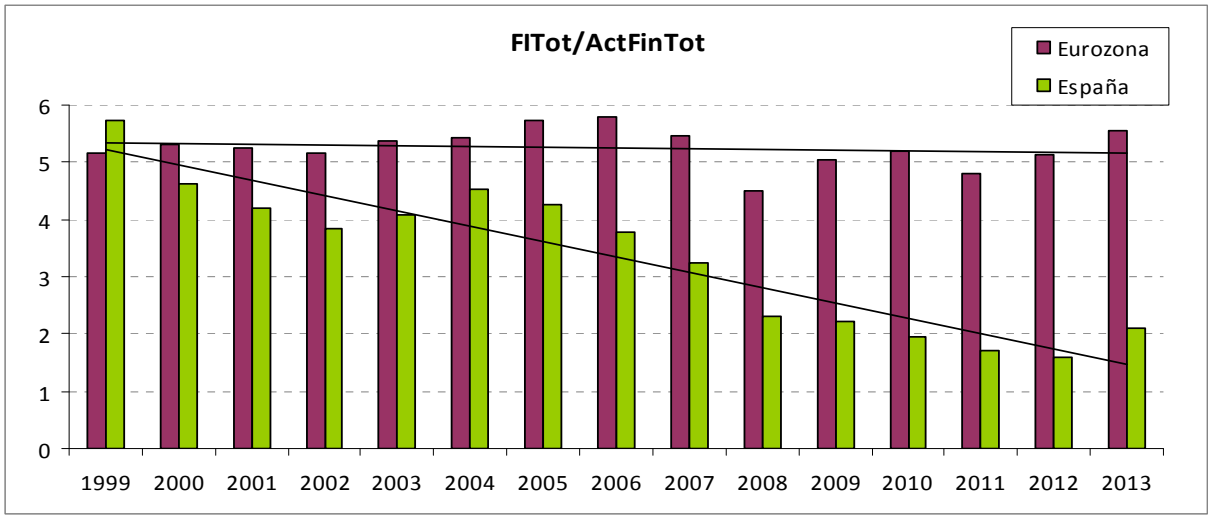
estallido de la crisis financiera en el año 2007 la necesidad de financiación de la economía española se ha ido reduciendo de forma progresiva, hasta que en 2012 se produjo un pequeño superávit, superado tanto en 2013 como en 2014 (INE, 2015)[22].

Asimismo, este primer bloque detalla el papel de los hogares europeos en el ahorro nacional, expone las motivaciones y las teorías que justifican sus decisiones de ahorro, identifica los factores que influyen en el mismo, y contrasta los efectos que sobre su crecimiento tienen estos factores mediante la construcción de un segundo modelo econométrico lineal estimado con la metodología DOLS. El resultado de este contraste supone una aportación interesante desde el punto de vista del comportamiento ahorrador de los hogares por las conexiones que existen con su patrimonio financiero. En este sentido, podemos afirmar que el crecimiento del ahorro familiar explica la evolución de la adquisición neta de activos financieros de los hogares, relación que se contrasta con un tercer modelo estimado del mismo modo indicado anteriormente.

Sin embargo, una cuestión es el patrimonio financiero a disposición de los hogares para realizar inversiones, que aumenta lógicamente a medida que va creciendo su ahorro, y otra distinta es cómo se materializan sus decisiones de inversión, que pueden canalizarse a través de gran variedad de productos financieros. Parece razonable suponer que será beneficioso para el desarrollo de la industria de fondos de inversión que el patrimonio financiero de los hogares mantenga su crecimiento; no obstante, mantener o incrementar su cuota de mercado, compitiendo con otros productos, es una ardua tarea para los gestores de fondos de inversión.

El segundo bloque de la Tesis detalla la estructura y funcionamiento de la industria de IIC, los orígenes y su evolución global, con un doble enfoque, europeo y español, en el que se pone de manifiesto que las IIC nacionales comercializadas a clientes residentes no incrementan su presencia en el conjunto de sus activos financieros: su participación en la canalización del ahorro se mantiene estable en la Eurozona simultáneamente a un claro descenso en España entre 1999/2013, según detalla el gráfico nº 2:

Gráfico nº 2

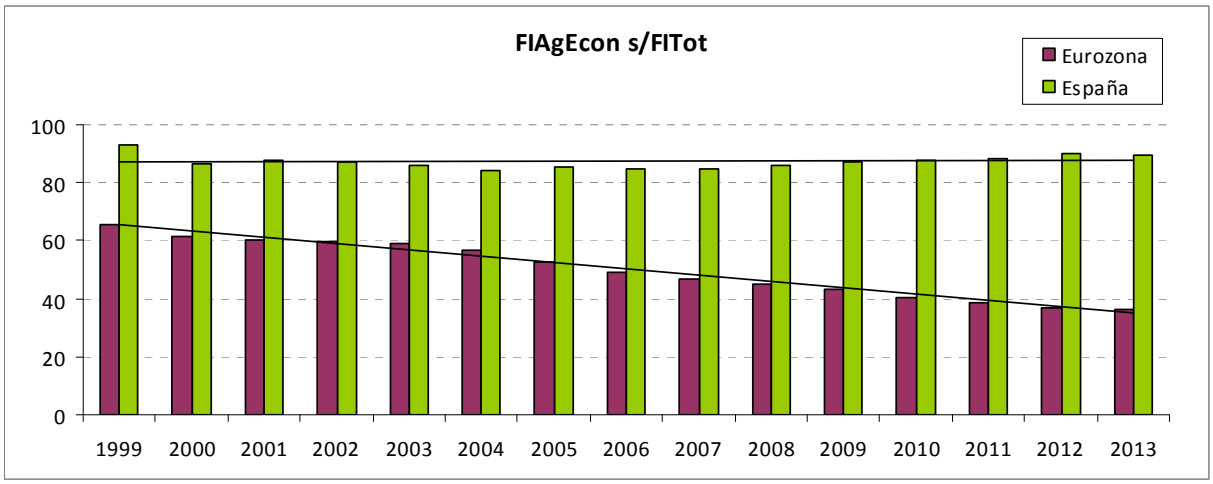


Fondos de inversión de la economía nacional (FITot)[23] sobre activos financieros de la economía nacional (ActfinTot). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (30.11.14).

[22] Según los datos facilitados por el Instituto Nacional de Estadística, la economía española acumuló, por tercer año consecutivo, capacidad de financiación (de 10.938 millones de euros, el 1,0% del PIBpm), aunque en menor cuantía que en 2013 (de 22.246 millones, un 2,1% del PIBpm). En 2012 esta cifra fue de 802 millones euros.

En la Eurozona, mientras los agentes económicos residentes[24] han reducido en los últimos quince años su peso relativo en el conjunto de las IIC nacionales comercializadas internamente, las instituciones financieras[25] lo aumentan. De hecho, las compañías aseguradoras y fondos de pensiones se han convertido en los principales inversores en IIC desde la entrada del *Euro*. En cambio, en España, el principal protagonismo corresponde a los agentes económicos residentes, que prácticamente no disminuyen su peso relativo, reflejando el hecho de que los planes de pensiones y seguros de ahorro canalizan en menor medida su ahorro, lo que reduce la capacidad inversora de las compañías aseguradoras y fondos de pensiones en IIC. El gráfico nº 3 muestra su evolución:

Gráfico nº 3



Fondos de inversión de los agentes económicos residentes (FIAgEcon) sobre fondos de inversión de la economía nacional (FITot). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (16.12.14).

En España, los fondos de inversión están enfocados, en términos generales, al mercado minorista, a diferencia de las sociedades de inversión, que se centran en un público más restringido, los inversores con patrimonios elevados. Sin embargo, los fondos de inversión nacionales, aunque han sido históricamente el principal motor de las IIC en su conjunto y siguen siendo mucho mayores que las sociedades de inversión, han sufrido desde el inicio de la crisis en 2007 una fuerte contracción. A finales de 2013, su patrimonio era inferior a la mitad del patrimonio de 2007, con una reducción de -104,0 miles de millones de euros corrientes (-39,2% de su valor). En el mismo período, las sociedades de inversión apenas habían caído -3,4 miles de millones de euros (-10,2% de su valor), según se observa en el cuadro nº 1:

Cuadro nº 1

España	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 1999/2013
FI nac	207,2	187,3	182,8	176,8	213,4	240,4	268,9	279,4	265,5	185,3	178,6	151,4	138,2	129,7	161,5	-45,7
SI nac	13,2	15,4	19,3	18,9	22,2	24,9	28,0	30,7	31,9	25,1	26,2	26,5	23,9	24,0	28,5	+15,3

IIC nacionales: Incluye fondos (FI nac) y sociedades de inversión (SI nac) nacionales. Datos en miles de millones de euros corrientes. Fuente: CNMV e Inverco (25.01.2015).

[23] Incluye fondos y sociedades de inversión domiciliados a nivel nacional comercializados a clientes residentes. A lo largo de la presente Tesis nos referiremos así, salvo que se indique lo contrario.

[24] Incluyen hogares, instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, sociedades no financieras y administraciones públicas. Las instituciones financieras se consideran de forma separada a los agentes económicos, según la clasificación establecida en Eurostat.

[25] Incluyen bancos centrales, otras instituciones financieras monetarias, compañías aseguradoras, fondos de pensiones y otros intermediarios financieros.

Al comparar las IIC españolas con las IIC extranjeras, se ve una marcada diferencia: la evolución de las IIC Extranjeras ha sido muy positiva en todo el período, desde la marginalidad en los años 90 hasta superar el 20% del mercado en el año 2013. Como se detalla en el cuadro nº 2, este colectivo se ha recuperado con éxito de la contracción postcrisis:

Cuadro nº 2

España	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 1999/2013
IIC nac	220,4	202,7	202,1	195,7	235,6	265,3	296,9	310,1	297,4	210,4	204,8	177,9	162,1	153,7	190,0	-30,4
IIC extr	6,9	8,5	7,5	6,5	9,2	17,8	33,6	44,1	37,1	18,1	24,3	36,7	30,0	38,1	54,7	+47,8
Total	227,3	211,2	209,6	202,2	244,8	283	330,3	353,7	334,1	228,1	228,8	214,3	191,8	191,5	244,7	+17,4

IIC nacionales (IIC nac) e IIC extranjeras (IIC extr): Incluyen fondos y sociedades de inversión. Datos en miles de millones de euros corrientes. Fuente: CNMV e Inverco (25.01.2015).

Los hogares juegan un papel destacado entre los agentes económicos en la inversión de productos financieros en la Eurozona y sus principales economías, siendo también los principales artífices del desarrollo de las IIC nacionales comercializadas a clientes residentes.

El peso relativo del patrimonio en IIC de los hogares españoles residentes supone entre 1999/2013 en media el 85,9% del total invertido por los agentes económicos españoles residentes. Este porcentaje supera la media de la Eurozona (75,7%), según se indica en el cuadro nº 3:

Cuadro nº 3

	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
ActFinH s/ActFinAgEc					
Año 1999	49,3	63,7	36,6	50,2	51,6
Año 2013	41,5	64,6	38,9	50,5	47,3
Media 1999/2013	42,7	64,3	38,3	51,9	49,1
FIH s/FIAgEcon					
Año 1999	90,6	95,4	56,8	69,7	83,9
Año 2013	80,2	94,7	51,4	66,2	72,5
Media 1999/2013	85,9	94,7	48,1	70,8	75,7

Activos financieros de los hogares residentes (ActFinH) sobre activos financieros de los agentes económicos residentes de la economía nacional (ActFinAgEcon). Fondos de inversión de los hogares residentes (FIH) sobre fondos de inversión de los agentes económicos residentes de la economía nacional (FIAgEcon). Datos no consolidados en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (23.07.15).

Sin embargo, dentro de la riqueza financiera de los hogares europeos, el peso de sus participaciones directas en IIC se ha reducido en los últimos años, desciende 4 puntos entre 2003/2013. En cambio, esta realidad es totalmente distinta en los hogares estadounidenses, puesto que su patrimonio en fondos de inversión muestra entre 2003/2013 una tendencia ascendente (+1,8 puntos) e independiente del ciclo económico (creciendo tanto en el período precrisis como en el posterior), según se detalla en el cuadro nº 4.

Este comportamiento diferente durante la última década ha alejado la estructura de la riqueza de los hogares de Estados Unidos, de la de la *zona euro*. Así, en el cuadro nº 4 se observa también que mientras que en 2003 los hogares estadounidenses y europeos invertían un porcentaje muy similar de su riqueza en IIC, en 2013 el porcentaje estadounidense casi duplicaba la media europea (15,1%% y 8,5%, respectivamente):

Cuadro nº 4

Hogares	2003	Variación 2003/2007	2007	Variación 2007/2013	2013	Variación 2003/2013
Estados Unidos						
Cuentas y depósitos	15,6	-0,9	14,7	+1,2	15,9	+0,3
Valores de renta fija	9,8	+2,1	11,9	-1,6	10,3	+0,5
Acciones cotizadas	23,4	+0,6	24,0	+1,1	25,1	+1,7
Fondos de Inversión	13,3	+1,0	14,3	+0,8	15,1	+1,8
Planes de pensiones y seguros de ahorro	37,9	-2,8	35,1	-1,5	33,6	-4,3
Eurozona						
Cuentas y depósitos	39,2	+0,6	39,8	+1,8	41,6	+2,4
Valores de renta fija	10,6	-0,6	10,0	-2,7	7,3	-3,3
Acciones cotizadas	5,9	-2,2	3,7	+1,5	5,2	-0,7
Fondos de Inversión	12,5	-1	11,5	-3,0	8,5	-4,0
Planes de pensiones y seguros de ahorro	31,8	+3,3	35,1	+2,3	37,4	+5,6

Fuente: ICI, EFAMA y elaboración propia (15.06.15).

Las diferencias existentes en la canalización del ahorro entre los hogares europeos y estadounidenses están motivadas en buena medida por el papel central que juegan las entidades bancarias en la economía europea. Así, no sorprende en absoluto que el activo financiero de los hogares europeos con mayor peso se concentre en 2013 en cuentas y depósitos bancarios, y que estos productos sean mucho menos relevantes en las economías familiares estadounidenses (41,6% y 15,9%, respectivamente). En cambio, la estructura económica de Estados Unidos, y el menor desarrollo del estado de bienestar incentiva en mucha mayor medida la inversión en los mercados de capitales con la finalidad de ahorrar de cara a la jubilación u otras circunstancias adversas que puedan exigir el consumo de ahorro previo, como el desempleo o la enfermedad (EFAMA Fact Book, 2014).

No obstante, estas diferencias se atemperan parcialmente al considerar de forma conjunta las participaciones financieras directas e indirectas[26] de las IIC, según indica el cuadro nº 5. Si incluimos todas las participaciones de los hogares en fondos de inversión, los hogares europeos seguimos invirtiendo un porcentaje menor de la riqueza, y la diferencia con respecto a Estados Unidos se ha agrandado, pero no es en absoluto tan amplia como aparentaba ser.

Cuadro nº 5

Participación directa e indirecta de los hogares en fondos de inversión	2003	Variación 2003/2007	2007	Variación 2007/2013	2013	Variación 2003/2013
Estados Unidos	19,0	+2,0	21,0	+2,0	23,0	+4,0
Eurozona	18,6	+1,3	19,9	+0,2	20,1	+1,5

Fuente: ICI, EFAMA y elaboración propia.

Asimismo, cuando nos fijamos exclusivamente en las inversiones directas en IIC nacionales de los hogares residentes europeos con relación a sus activos financieros, la tendencia descendente indicada anteriormente se agudiza más intensamente en España, cuando la crisis económica y financiera del año 2007 impacta en mayor medida en los hogares, entre otras razones, por la huida que protagonizan los inversores hacia productos financieros totalmente seguros y líquidos, principalmente depósitos bancarios. No obstante, sus causas son diversas, debido a los numerosos condicionantes que afectan a los inversores. El cuadro nº 6 muestra esta evolución desde la entrada del *Euro*:

[26] Incluye la actividad inversora en IIC de las compañías aseguradoras y fondos de pensiones.

Cuadro nº 6

FIH s/ActFinH	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Año 1999	17,2	18,2	9,2	9,7	11,4
Año 2013	9,5	7,8	6,5	8,2	7,2
Media 1999/2013	11,2	11,2	7,6	9,9	9,1

Fondos de inversión de los hogares residentes (FIH) sobre activos financieros de los hogares residentes (ActFinH). Datos no consolidados en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (23.07.15).

En este sentido, el segundo bloque de la Tesis analiza también los factores de mayor influencia en el desarrollo de la industria de IIC, la composición del patrimonio de los hogares, su comportamiento financiero y los aspectos relacionados con su decisión de inversión. También compara los principales productos financieros que son competencia directa de las IIC en la canalización de su ahorro.

Entre los determinantes principales de la Industria se destacan: el proceso de desintermediación financiera del sector bancario tradicional, que ha permitido un mayor dinamismo en su desarrollo motivado pricipalmente por el ajuste en sus márgenes de intermediación; la política comercial de las entidades bancarias, que influye en el volumen de activos de la Industria, y que aumenta cuando priorizan la comercialización de fondos de inversión en sus estrategias corporativas; el marco legal actualmente vigente, que está orientado a la mayor protección del inversor, y que ha colaborado también a tal fin; el conocimiento y la experiencia financiera de los inversores, que podrían catalogarse en términos generales como muy limitados[27]; las principales caraterísticas de los fondos de inversión como producto financiero, entre ellas, la rentabilidad obtenida (ajustada a riesgo, financiero-fiscal,…) o la gestión profesionalizada y el asesoramiento financiero que llevan a cabo sus sociedades gestoras y entidades comercializadoras; la competencia de otros productos financieros existentes en el mercado; y por último, la influencia de los factores culturales en la composición de la riqueza familiar.

Finalmente, el tercer y último bloque de la Tesis refuerza el análisis del bloque anterior con un trabajo de campo realizado en colaboración con la *Universidad de Deusto,* que ha tenido como finalidad analizar el comportamiento financiero de los hogares así como su satisfacción global como inversores en fondos de inversión con el objeto de identificar aspectos y/o pautas de funcionamiento que puedan ser tenidos en consideración por sociedades gestoras y entidades comercializadoras para mejorar su cuota de mercado en el País Vasco y, con las salvedades correspondientes, en el conjunto del mercado español.

A tal fin, se identifican las características socioeconómicas de los hogares que tienen una mayor influencia en la industria de fondos de inversión, de tal manera que, este colectivo supone el foco principal de nuestra investigación. En el proceso de identificación de este colectivo se recurren a distintas fuentes de información, destacan especialmente, por su importancia, la *Encuesta Financiera de las Familias* (EFF), la *Encuesta del Eurosistema sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares* (HFCS). También son muy valorables las aportaciones realizadas por el *Observatorio Inverco* en España. Así, el foco principal de nuestra investigación son los hogares vizcaínos que posean un nivel de riqueza

[27] Esta falta de conocimientos puede ser la razón por la que los inversores prioricen la elección de los depósitos bancarios en la composición de su patrimonio financiero. Los depósitos son el principal competidor de los fondos de inversión como producto financiero.

neta medio-alto y alto[28], cuyo cabeza de familia tenga entre 45 y 64 años, haya realizado estudios universitarios y no se encuentre en situación de paro o inactividad. Adicionalmente, reforzamos nuestro criterio asegurándonos que el colectivo analizado tiene un patrimonio financiero razonable para invertir, esto es, que sea mayor o igual a 20.000 euros, siendo su único lazo en común que sus hijos estudian en la *Universidad de Deusto*.

El comportamiento financiero de este colectivo se estudia desde su comportamiento ahorrador, su conocimiento financiero y su perfil inversor, siendo los tres, aspectos de relevancia para el desarrollo de la industria de fondos de inversión; y su satisfacción global con la misma desde el punto de vista de la calidad del producto recibido o servicio prestado, si responde adecuadamente o no a sus expectativas.

Como veremos posteriormente, el comportamiento ahorrador del hogar influye en la generación de su patrimonio financiero, coherente con la afirmación contrastada en el primer bloque de la Tesis de que el ahorro familiar explica la adquisición neta de activos financieros. Un aspecto novedoso de la Industria, no relacionado con las motivaciones del ahorro tradicionales, es el efecto de la rentabilidad financiero-fiscal sobre la motivación del ahorro, sólo ligeramente inferior a la que presenta la jubilación entre los hogares que poseen fondos de inversión; asimismo, el análisis de su conocimiento financiero sugiere que la Industria podría verse favorecida por una mayor educación financiera, en la línea con lo avanzado en el segundo bloque de la Tesis: las carencias de conocimiento financiero sobre fondos de inversión son mayores que las existentes en términos generales con los principales productos financieros de su competencia directa. Y por último, la crisis económica y financiera de 2007 influye en su tolerancia al riesgo: su especial intensidad y duración ha tenido efectos en su cartera financiera en cuanto a su perfil de riesgo, según detalla el segundo bloque de la Tesis; y a su vez, esta preferencia por la seguridad es más notable entre los hogares que no poseen fondos que entre los que los poseen.

Y cuanto a los resultados de la satisfacción global con la industria de fondos de inversión, siete de cada diez hogares afirman estar satisfechos; sin embargo, uno de cada cuatro no volvería a confiar en su sociedad gestora o entidad comercializadora principal, aquella que ha canalizado el mayor volumen de sus inversiones hasta el momento; y esta opción de poder cambiar de entidad resulta también ser mayoritaria entre los hogares no satisfechos pero con predisposición a invertir de nuevo en la Industria. Con lo que las sociedades gestoras y entidades comercializadoras tienen un mayor margen para aumentar su cuota de mercado, especialmente a costa de las que no logran satisfacer suficientemente a sus clientes.

Los atributos relacionados con el producto (rentabilidad) y el servicio (asesoramiento financiero) se integran en la calidad del producto y del servicio respectivamente; y en último término, el precio del producto, que se puede integrar en el atributo de rentabilidad, porque los fondos de inversión la presentan al cliente, descontadas sus comisiones y gastos de gestión. Sin embargo, cuatro quintas partes de los hogares que poseen fondos tienen como objetivo alcanzar un nivel de rentabilidad anual superior al IPC; sin embargo, sólo una quinta parte afirma que consigue satisfacer sus expectativas. De tal modo, como veremos más adelante, la calidad del servicio recibida (percepción) en función de la esperada (expectativa), medida a través de cinco dimensiones y 33 *ítems*, resulta ser fundamental: el grupo (clúster) de los hogares más numeroso indica estar satisfecho en términos generales con la Industria, aún cuando la rentabilidad percibida en sus inversiones no satisface sus expectativas, pero la

[28] Los hogares con un nivel de riqueza medio-alto y alto son aquellos cuya riqueza neta es mayor o igual a 160.000 euros (el percentil 50 de la EFF de 2011 es de 152.900 euros del año 2011).

calidad del servicio es mejor que la media del conjunto de hogares, con independencia del peso que tengan los fondos de inversión en su cartera financiera y del perfil de riesgo que asuman en sus inversiones. En definitiva, la satisfacción global supone un paso o requisito previo para volver a invertir de nuevo en la Industria en vez de decidir hacerlo en otros productos financieros que sean competencia directa de la misma.

Bloque I: Las IIC como herramienta de gestión del ahorro

Para entender la función de las IIC como herramienta de gestión del ahorro, debemos comenzar estudiando en qué consisten el ahorro y la riqueza.

1) Importancia del ahorro en la economía

El principal pilar de la riqueza es el ahorro, que se entiende como el exceso de la renta disponible sobre el gasto de consumo, y su influencia es más que evidente en la actividad económica, de tal manera que, su importancia se ha debatido de manera exhaustiva en la literatura económica, como veremos.

La renta nacional bruta disponible (RNBD) es la cantidad de renta que disponen los sectores residentes de un país para consumir y ahorrar sin detraer amortizaciones o consumo de capital fijo.

$$\boldsymbol{RNBD} = PIBpm + Rfen + TRcen = RBDH + RBDPub + RBDFin + RBDSoc$$

- **Producto interior bruto a precios de mercado (PIB pm)**: Valor final de los bienes y servicios producidos en el interior de un país por factores productivos nacionales y extranjeros. Es la manera más habitual de medir el crecimiento económico en un país.
  PIBpm = CN + InvNac + Export – Import
  + Consumo nacional (*CN*): Gasto en bienes y servicios de consumo
  + Inversión nacional (*InvNac*) = Formación bruta de capital (FCB)
  + Ventas de bienes y servicios al exterior (*Export*)
  - Compras de bienes y servicios de extranjeros a residentes extranjeros (*Import*)
- **Rentas de factores exteriores netas (Rfen)**: Diferencia entre rentas ingresadas del exterior y pagos realizados al exterior. Pueden ser laborales o financieras. Las laborales son ingresos que recibe un residente que trabaja ocasionalmente fuera del país o pagos que se hacen a extranjeros por trabajos ocasionales dentro del país, y las financieras son ingresos en forma de intereses, dividendos etc. de residentes que tienen activos externos (bonos y acciones de empresas extranjeras, créditos concedidos al exterior, etc.) o pagos realizados a extranjeros por su tenencia de activos nacionales y créditos otorgados a personas físicas o jurídicas nacionales.
- **Transferencias corrientes exteriores netas (TRcen)**: Diferencia entre entradas y salidas de dinero gratuitas o unilaterales (sin contraprestación comercial o de servicios) en concepto de ayudas internacionales y similares con destino a consumo o a paliar necesidades sociales. Pueden ser públicas o privadas.
- **Renta Bruta Disponible de Hogares (RBDH), Administraciones Públicas (RBDPub), Instituciones Financieras (RBDFin) y Sociedades no financieras (RBDSoc).**

En la Eurozona, la renta nacional bruta disponible (RNBD) y el PIBpm siguen una evolución muy similar en su crecimiento.

La riqueza nacional es el conjunto de bienes materiales del que dispone la sociedad en función del grado de habilidad o de éxito de las inversiones que realizan sus agentes económicos. Asimismo, la acumulación de riqueza aumenta el consumo a largo plazo, especialmente si los ingresos futuros son menores; otorga seguridad ante potenciales situaciones familiares adversas; y simultáneamente financia las actividades empresariales así como el desempeño de las administraciones públicas y los organismos sin ánimo de lucro (Davies et al., 2008).

Según Bosch et al. (2015) todavía hay unos 2.500 millones de personas en el mundo sin cuenta bancaria de acuerdo con las estimaciones del Banco Mundial. Estas estadísticas

muestran que sólo aproximadamente el 50% de los adultos (personas a partir de 15 años) del mundo tienen al menos una cuenta bancaria en el sistema financiero formal. Sin embargo, este porcentaje de personas con una cuenta bancaria varía considerablemente entre los países desarrollados y los países en desarrollo. Éstos últimos presentan unas tasas de bancarización muy por debajo de la media. Así, en África, el porcentaje de adultos con una cuenta bancaria es un 20% y en América Latina un 39%. Por tanto, la importancia de conocer las barreras que limitan el ahorro individual, conocido también como *inclusión financiera*, se explica por la evidencia, cada vez mayor, de la relación del ahorro con el alivio de la pobreza y la previsión social. Algunos autores concluyen que la falta de uso de los servicios financieros puede conducir a la trampa de la pobreza y al incremento de la brecha de la desigualdad (Banerjee y Newman, 1993; Galor y Seira, 1993; Aghion y Bolton, 1997; Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2007), y además, que el uso de instrumentos financieros aumenta el ahorro (Aportela, 1999; Ashraf et al., 2010a), y también el consumo (Dupas y Robinson, 2009; Ashraf et al., 2010b).

Como se aprecia en cuadro nº 7, la riqueza mundial se distribuye de forma desigual. Dentro de cada área geográfica se concentra en determinadas regiones y grupos sociales, existiendo niveles muy distintos de desigualdad entre los países más avanzados, desde países más igualitarios en el reparto de la riqueza como Escandinavia, hasta países con un desequilibrio extremo como Estados Unidos. Sin entrar en las razones de fondo de la desigualdad en la distribución de la riqueza, ni en sus consecuencias socioeconómicas (que otros autores, como Piketty en el año 2013, han estudiado en profundidad) podemos afirmar que los diferentes niveles de riqueza se deben a la desigualdad en la generación de rentas, a las diferencias existentes en la dotación patrimonial inicial, a los diversos patrones de consumo-ahorro, y al mayor o menor éxito de las estrategias de inversión[29].

Cuadro nº 7

	Norteamérica	Europa	Resto del Mundo	Total
Riqueza neta hogares (%)				
Año 2000	37,02	29,6	33,38	100
Año 2013*	32,75	31,66	35,59	100
Adultos (%)				
Año 2000	6,18	14,89	78,93	100
Año 2013*	5,71	12,5	81,79	100
Riqueza neta por adulto (€)				
Año 2000	173,29	57,45	12,22	-
Año 2013*	227,45	100,43	17,29	-

Riqueza neta de los hogares[30] por área geográfica[31] sobre riqueza neta mundial de los hogares. Adultos por área geográfica sobre población adulta mundial. Datos en porcentaje (%). Riqueza neta por adulto. Datos en miles de euros. Año 2013*: Datos a 30 de Junio de 2013. Fuente: Crédit Suisse Global Wealth Databook 2013 y elaboración propia (30.08.14).

[29] Piketty (2013) afirma que hemos vivido durante el siglo XX un situación excepcional, durante la que la riqueza ha estado menos influida por la herencia que en el pasado. Sin embargo, su previsión es que "*es muy probable que en el siglo XXI la herencia desempeñe un papel considerable [en la formación de patrimonios] y comparable al que tuvo en el pasado"* (Piketty, 2013, pág. 415).

[30] Riqueza neta de los hogares (RNH) = Activos financieros + activos no financieros – deudas. No obstante, habría que considerar el sesgo al alza no contemplado en la valoración de las acciones y participaciones de empresas no cotizadas.

[31] Areas geográficas: Norteamérica (Estados Unidos, Canadá, Groenlandia y Bermudas); Europa (UE-28, Albania, Bielorrusia, Bosnia-Herzegovina, Islandia, Macedonia, Moldavia Montenegro, Noruega, Rusia, Serbia, Suiza y Ucrania); y Resto del Mundo (África, Asia-Pacífico, China, India, Latinoamérica y Caribe).

Aunque la riqueza neta mundial de los hogares se distribuya de forma relativamente equivalente entre las tres áreas geográficas indicadas, Norteamérica (32,75%), Europa (31,66%) y el resto del mundo (35,59%), las dos primeras suponen conjuntamente sólo el 18% de la población adulta a nivel mundial, con lo que la desigualdad de la riqueza neta por adulto es manifiesta. Así, los norteamericanos poseen una riqueza neta por adulto 13 veces superior a la de los habitantes del resto del mundo, excluyendo a los europeos.

En la sociedad actual, la parte más significativa de la riqueza se canaliza a través de activos financieros, por lo que el desarrollo del sistema financiero es clave para una gestión eficiente de la misma.

La literatura económica ha estudiado ampliamente la relación del sistema financiero con el crecimiento económico desde hace más de un siglo. Así, Schumpeter (1912) indicó que un sistema financiero que funcione bien debería promover el desarrollo económico mediante la selección de inversiones productivas y una asignación eficiente de recursos, mientras que Fisher (1930) explicaba el ahorro en términos de preferencias intertemporales, y demostraba que la posibilidad que brinda el sistema financiero para que ahorradores y prestatarios[32] puedan alcanzar mayores niveles de utilidad si usan adecuadamente sus instrumentos y mercados. Posteriormente, Goldsmith (1969), McKinnon (1974) o Shaw (1973) entre otros, han observado la correlación positiva entre desarrollo financiero y económico.

La intermediación financiera puede afectar al crecimiento económico actuando tanto sobre la tasa de ahorro como sobre la fracción de ahorro canalizada hacia la inversión y la productividad marginal social de la inversión. Algunos autores consideran que el funcionamiento adecuado de los mercados financieros y la estabilidad macroeconómica son condiciones indispensables para mantener un ahorro elevado y un crecimiento sostenido (Doménech, Cutanda y Andrés, 1997). En general, el desarrollo financiero impacta positivamente en el crecimiento económico pero hay excepciones: las mejoras en el mercado de crédito de los hogares pueden disminuir su tasa de ahorro, y por tanto, la tasa de crecimiento económico (Pagano, 1993). Al mismo tiempo el crecimiento de este binomio puede suponer una acumulación de riesgo sistémico[33], formando burbujas cuya explosión tenga consecuencias desastrosas para la actividad económica.

En condiciones normales, existe una correlación positiva entre el crecimiento y el desarrollo del sistema bancario mediante el ratio de crédito al sector privado sobre PIB, aunque su impacto varía entre países. En situaciones de exceso de crédito, como las que sufrieron las economías irlandesa y española en la primera década del siglo XXI, esta aceleración del PIB se ha tornado en una depresión económica cuando los agentes iniciaron un proceso colectivo y simultáneo de desapalancamiento. En este sentido, como afirman Gregorio y Guidotti (1995), el principal canal de transmisión del desarrollo financiero al crecimiento económico es la eficiencia de la inversión más que su volumen. Efectivamente, no se trata de pedir más crédito para invertir, sino de contar con el suficiente crédito para invertir bien.

[32] En general, cualquier unidad de gasto con déficit, y necesidad de financiarlo.

[33] El riesgo sistémico se materializa cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecta a un sistema, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante en dicho sistema provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo (Diccionario económico - Diario Expansión,).

Levine, Loayza y Beck (2000), al comparar setenta y un países durante el periodo 1960/1995 encuentran que el nivel de intermediación financiera está condicionado por factores regulatorios y de supervisión. Los países cuya intermediación financiera está más desarrollada son aquellos que priorizan el cumplimiento de los contratos, incluidos aquellos firmados por la Administración, que garantizan el valor de los créditos de los acreedores, y que aplican normas internacionales de contabilidad[34]. Estos autores suponen que este desarrollo acelera el crecimiento económico de los países afectados.

Sobre esta cuestión hay numerosos estudios que apoyan la idea de que existe una relación causal bidireccional entre desarrollo financiero y crecimiento económico. En general, la influencia del primero sobre el segundo es mayor cuando el horizonte temporal aumenta. En este sentido, la intermediación financiera contribuye en mayor medida al crecimiento económico de los países en desarrollo, gracias a su mayor acumulación de capital y, sobre todo, a la mejora de la productividad del mismo (Calderón y Liu, 2003).

Carbó, López del Paso y Rodríguez (2009) observan que la relación entre intermediación financiera y crecimiento económico es positiva, así como que la innovación en productos y servicios financieros contribuye al crecimiento económico, la inversión y el ahorro bruto.

En el caso de la Eurozona, la integración de los mercados financieros contribuye a mejorar el funcionamiento de la política monetaria común, favorecer la estabilidad financiera y potenciar el crecimiento económico (BCE, 2010). También es cierto, que, en ocasiones, esta integración favorece los contagios e incrementos de riesgo sistémico.

A pesar del gran número de trabajos teóricos y empíricos que defienden la relación entre crecimiento económico y desarrollo financiero, algunos autores afirman que para entender mejor esta relación, tenemos que ir más allá (Bosch et al., 2015). Por ejemplo, en la bibliografía también hay pruebas de un gran número de factores no macroeconómicos que determinan el modo en el que los servicios financieros están a disposición de las personas. Por ejemplo, muchos autores han descubierto la importancia de algunas barreras o deficiencias de los mercados que hacen que para muchas personas sea difícil ahorrar. Los problemas como la información asimétrica (Razin, Sadka y Yuen, 1997; Tesar y Werner, 1994), el nivel de cultura financiera (Lusardi y Mitchell, 2009), la falta de competencia en los mercados (Allen y Gale, 2004), las condiciones de trabajo (Bosch, Melguizo y Pages, 2013) o los factores personales como la motivación y la confianza en uno mismo (Benabou y Tirole, 2003), se consideran elementos que limitan la participación de algunas familias (quizás de muchas) en el sistema financiero.

En definitiva, el sistema financiero tiene su influencia en el ahorro, en las decisiones de inversión, y por tanto, en el crecimiento económico. Según Levine (2005), el desarrollo financiero conduce al crecimiento económico siempre que cumpla de una manera eficiente con las siguientes funciones: generar información (naturalmente que sea bien empleada); supervisar las inversiones; facilitar el intercambio, la diversificación y la gestión del riesgo; movilizar los ahorros; y facilitar el intercambio de bienes y servicios.

En el caso del subsector financiero que nos interesa en este estudio, no hay ninguna evidencia, según Plantier (2014), para afirmar que el tamaño del sector bancario en una

[34] Las normas internacionales de contabilidad (NIC) son normas de alta calidad, orientadas al inversor, cuyo objetivo es reflejar la esencia económica de las operaciones del negocio, y presentar una imagen fiel de la situación financiera de la empresa, y por tanto, permiten la comparación de estados financieros empresariales.

economía determina el mayor o menor tamaño que presenta su industria de fondos de inversión, aspecto que sugiere que los fondos de inversión de largo plazo[35] no son ni un sustituto ni un complemento de la intermediación del crédito bancario. Una explicación al respecto es que a medida que la economía crece, los tipos de intermediarios financieros también lo hacen, siendo el crecimiento de los fondos de inversión algo más rápido por su mayor cualificación.

A pesar de que los fondos del mercado monetario son empleados en mayor medida por grandes corporaciones y organismos públicos para gestionar la liquidez a corto plazo en sustitución de depósitos, pagarés y otros instrumentos similares, mientras que los fondos de inversión de largo plazo son un complemento de la financiación bancaria de largo plazo, la Industria en Europa, y especialmente en España, no ha presentado en las fases expansivas de la economía el dinamismo que ha tenido la financiación bancaria tradicional. Seguramente, la razón de esta evolución menos rápida se deba al papel central de las entidades bancarias en la economía europea, y española en particular, en la canalización del ahorro. La menor relevancia de estos otros intermediarios financieros ha agudizado los efectos perversos que las elevadas restricciones crediticias ligadas a las crisis bancarias en Europa han tenido en el acceso a financiación de las empresas.

En España, por ejemplo, se han producido cambios legislativos recientemente con el fin de promover el crédito desde los fondos de inversión hacia las empresas. El Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero, por el que se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, regula distintos tipos de IIC de inversión libre (IICIL) para dar cabida a la posibilidad de invertir en facturas, préstamos, efectos comerciales de uso habitual en el ámbito del tráfico mercantil y otros activos de naturaleza similar, en activos financieros vinculados a estrategias de inversión con un horizonte temporal superior a un año y en instrumentos financieros derivados cualquiera que sea la naturaleza del subyacente.

En este sentido, es posible pensar que las instituciones financieras que conforman los canales alternativos de financiación empresarial, por ejemplo, entre ellos, los IIC de inversión libre (IICIL), alcanzarán un protagonismo muy relevante en las próximas décadas. Esto lo que se conoce como *banca en la sombra* (*shadow banking*)[36]. El potencial crecimiento del crédito concedido por fondos de inversión tiene un aspecto negativo: los dos principales estudios oficiales sobre las razones de la crisis financiera y económica recientes, el informe De Larosière realizado a petición de la Comisión Europea (*De Larosière report,* 2009) y el solicitado por el Congreso estadounidense (*Financial Crisis Inquiry Commission*, 2011) coinciden en culpar al desarrollo incontrolado de la *banca en la sombra* como una de las raíces del problema. Más aún, los problemas bursátiles en China durante el verano de 2015 han sido ligados a la irrupción de la *banca en la sombra* en los mercados organizados[37].

El nivel de riqueza de los hogares, y su distribución entre activos financieros y no financieros, resulta determinante en la tendencia del consumo y la inversión, y por lo tanto, para el desarrollo financiero del país. De tal modo, por ejemplo, los niveles de deuda de los

[35] Fondos monetarios excluidos.

[36] La *banca en la sombra* se ha convertido en un nuevo canal de financiación para las empresas que no han podido acceder al crédito bancario tradicional, especialmente a raíz de la crisis del año 2007. De tal modo, este nuevo canal incluye entidades como las *socimis* del mercado inmobiliario, los *business angels*, el *crowdfunding*, los *fondos de capital riesgo* o los *hedge funds,* entre otras.

[37] Véase, por ejemplo, los artículos de opinión de Wildau (2015), Altman (2015) o Bloomber News (2015).

hogares en algunos países en desarrollo son bajos, porque el derecho a la propiedad y la intermediación financiera están muy poco desarrollados. En cambio, en los países de la OCDE son relativamente altos, lo que favorece un mayor desarrollo del sistema financiero (Crédit Suisse, 2012).

No obstante, los niveles de endeudamiento familiar, en mi opinión, deben mantener un equilibrio y no ser excesivamente elevados para evitar de esta manera tanto la generación de burbujas, como la parálisis económica en situaciones de deflación de deuda[38].

A su vez, la acumulación de activos financieros de los hogares revierte indirectamente en el crecimiento de la economía, ya que son el origen de una gran parte de los recursos que emplean las instituciones financieras en la prestación de servicios, facilitando su intermediación financiera. Así, la proporción de activos financieros de los hogares tiende a aumentar con el grado de desarrollo de la economía (Honohan, 2006).

En general, los países en vías de desarrollo cuentan con una menor proporción de activos financieros en su riqueza familiar, a diferencia de los países más avanzados en los que suele ser superior, como por ejemplo, en Estados Unidos, Japón o Suiza. El sur de Europa continental tiene unas características particulares debido al fuerte sesgo inversor de las familias hacia el sector inmobiliario; así, Francia, Italia o España, presentan una mayor proporción de activos no financieros que en países de similar avance económico de otras latitudes (Crédit Suisse, 2013).

El cuadro nº 8 refleja la distribución mundial por áreas geográficas de los activos financieros y la deuda de los hogares con relación a su riqueza total (RTH) entre 2000/2013. Mientras en términos generales el peso relativo de los activos financieros desciende, especialmente en Europa, el endeudamiento muestra un comportamiento dispar, siendo su crecimiento más significativo (+2,12 puntos) en Europa, más moderado (+0,47 puntos) en Estados Unidos, y negativo (-0,68 puntos) en el resto del mundo al reducir su apalancamiento.

Cuadro nº 8

	Norteamérica	Europa	Resto del Mundo
DFinH s/ RTH			
Año 2000	15,76	13,75	12,86
Año 2013*	16,23	15,87	12,18
ActFinH s/ RTH			
Año 2000	70,7	49,4	47,3
Año 2013*	66,7	43,2	46,6

Riqueza total de los hogares (RTH) = Activos financieros + no financieros de los hogares. Deuda financiera de los hogares (DFinH) sobre riqueza total de los hogares (RTH); Activos financieros de los hogares (ActFinH) sobre riqueza total de los hogares (RTH). Datos en porcentaje (%). Año 2013*: Datos a 30 de Junio de 2013. Fuente: Crédit Suisse Global Wealth Databook 2013 y elaboración propia (30.08.14).

Ahora bien, como hemos indicado anteriormente, el ahorro, principal pilar de la riqueza, es una variable que resulta clave para alcanzar el equilibrio macroeconómico, acumular

[38] La *teoría de la deflación de deuda* (Fisher, 1933) atribuye las causas de las crisis económicas y financieras a las explosiones de las burbujas de crédito, las cuales desencadenan una serie de efectos con un impacto negativo en la economía real. En líneas generales, cuando una burbuja crediticia estalla, los agentes económicos tienen que liquidar de una manera precipitada los activos a un precio menor que el de adquisición, propiciando una deflación en su precio, lo que reduce de manera inexorable el patrimonio neto de sociedades y entidades bancarias, llevándolas a la bancarrota. Este fenómeno produce una restricción de crédito y desencadena una espiral expresada en forma de depresión económica.

capital y conseguir un alto nivel de vida. En este sentido, algunos autores llegan aún más lejos, hasta afirmar que "*sin lugar a dudas, los países y las familias que ahorren van a tener un nivel de vida más alto [en el futuro]*" (Argandoña, 1994).

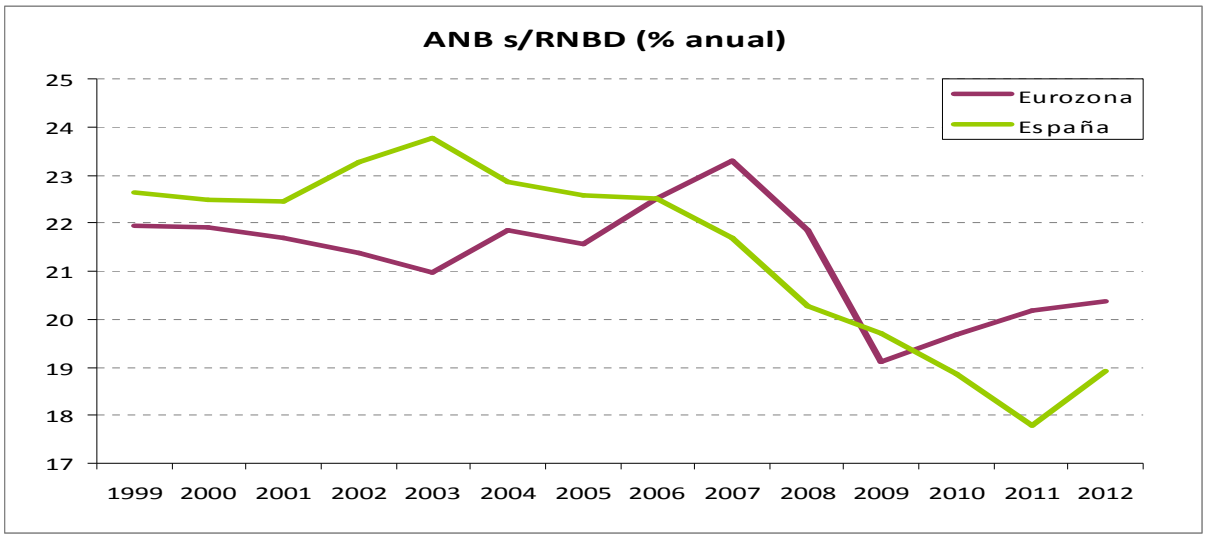
Antes de continuar con nuestra exposición, conviene definir el concepto del ahorro nacional bruto (ANB) entendido como la parte de la renta nacional bruta disponible (RNBD) no destinada al consumo nacional (CN).

$$ANB = RNBD - CN = ABSPub + ABSPriv$$

Consumo nacional: Consumo público (*Cpub*) y privado (Cpriv). Ahorro bruto del sector público (ABSPub) y privado (ABSPriv).

En la evolución del peso del ANB sobre la RNBD de la Eurozona y España entre 1999/2012 se observan diferencias evidentes aún siendo su media anualizada similar (21,31% vs 21,41% respectivamente). Mientras en la Eurozona esta tendencia es creciente hasta 2007 para descender a partir de entonces con el estallido de la crisis financiera, en España su descenso comienza en 2003 desde un nivel superior, según se observa en el gráfico nº 4. El cuadro nº 9 detalla su media entre 1999/2012 en las principales economías de la Eurozona:

Gráfico nº 4



Cuadro nº 9

ANB s/RNBD	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Media 1999/2012	21,41	19,69	19,41	22,76	21,31

Ahorro nacional bruto (ANB) sobre renta nacional bruta disponible (RNBD). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (12.05.14).

Blanchard (2006) afirma que el ahorro facilita el crecimiento, pues permite que la economía produzca; Lanteri (2007) sostiene que mientras las tasas de ahorro sean elevadas la vulnerabilidad de la economía se minora ante cambios inesperados en los flujos internacionales de capitales; y Gough (2011) indica que el ahorro es fundamental en su estructura de capital, para sentar las bases del crecimiento económico a largo plazo. Sin embargo, existen otras cuestiones clave que, en mi opinión, normalmente afectan al crecimiento, como la *paradoja del ahorro*[39] o el exceso de ahorro improductivo[40]. En efecto,

[39] El ingreso total de la población es igual a la suma de los ingresos de sus individuos, y el ingreso personal puede ser destinado, por tanto, al consumo o al ahorro. El consumo supone una parte esencial de la demanda

para dinamizar el crecimiento no basta con aumentar el ahorro, pues éste necesita ser canalizado en inversión productiva.

Pulido y López (2004) señalan que el comportamiento y composición del ahorro, de la inversión y del consumo condicionan el crecimiento económico, y sus necesidades de financiación exterior.

Así, en los primeros años del siglo XXI, el análisis de las crisis financieras y productivas en Asia oriental[41] producidas entre 1997 y 1999 pusieron de manifiesto, al menos, dos aspectos económicos de gran trascendencia. El primero fue la importancia en la gestación de las crisis cambiarias de algunos indicadores no convencionales: la evolución de la rentabilidad del capital y la eficiencia de la inversión; el nivel y los cambios de la relación entre la deuda externa a corto plazo y las reservas en divisas; y el crecimiento del crédito bancario al sector privado. Todos guardan una estrecha relación con el ritmo y la intensidad de la liberalización económica, y especialmente financiera, que previamente habían experimentado los países que sufrieron tal tipo de crisis.

El segundo elemento de debate fue la evidencia de los graves inconvenientes del tipo vigente de globalización, cuyo funcionamiento llega a poner en peligro incluso al ciudadano medio de los países con un grado elevado de solidez macroeconómica. Por tanto, resulta necesario tomar medidas nacionales (apertura financiera muy precavida; controles de capital, etc.) e internacionales (una nueva arquitectura financiera global, una gobernanza más clara) para gestionar adecuadamente esta globalización[42]. Así, la enseñanza principal de las crisis

agregada y financia el ingreso global a través de rentas y salarios. Si aumenta el porcentaje de ahorro, lógicamente el consumo disminuirá, por lo que disminuirá aún más la demanda agregada y, consecuentemente, el ingreso global, lo cual hará que caiga también el ingreso personal. Al caer el ingreso personal, cada individuo tendrá que dedicar un mayor porcentaje de su renta a ahorrar para poder seguir ahorrando lo mismo en términos absolutos. Ello reducirá aún más su consumo, ya de por sí reducido por la caída de la renta, por lo que los ingresos serán aún más reducidos y así sucesivamente hasta el punto de que algunos o muchos individuos deberán utilizar sus ahorros para solventar la disminución de sus ingresos. Esta realidad, denominada *paradoja del ahorro*, se produce en recesión económica siempre que todos los habitantes tratasen de ahorrar más.

[40] Un efecto contrario que supondría el ahorro podría ser la exposición al riesgo: Por ejemplo, China cuando adquiere deuda pública norteamericana.

[41] Entre 1990/1996 los países de Asia oriental (Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia), que posteriormente entrarían en crisis entre 1997/1999, contaban con indicadores macroeconómicos (*fundamentals*) convencionales saneados (Bustelo, 1998). Estos países compartían altas tasas de ahorro e inversión, crecimiento rápido del PIB, inflación moderada, saldos presupuestarios positivos o sólo ligeramente negativos, escasas deudas públicas, sustanciales reservas en divisas, y altas y aparentemente sostenibles entradas netas de capital extranjero. Además, el entorno internacional entre 1995/1997 fue igualmente favorable: crecimiento razonable del PIB en los países desarrollados (salvo Japón), bajas tasas de interés (especialmente en Japón), expansión sostenida del comercio internacional y estabilidad en los mercados de materias primas. Así las cosas, las crisis fueron una gran sorpresa. También resultaron inesperadas su fuerte incidencia y su larga duración. En términos generales, los países del sudeste asiático (Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) sufrieron una crisis de balanza de pagos (esto es, una crisis debida a la sobrevaloración de la moneda en un contexto de alto déficit corriente), aunque con diferencias notables entre los países de esa región (por ej., Malasia no tenía una moneda muy apreciada e Indonesia no presentaba un elevado déficit por cuenta corriente). En cuanto a Corea del Sur, sólo tuvo inicialmente problemas de liquidez de bancos y empresas (y no de tipo de cambio o de balanza corriente), que se debieron a la sobreinversión y a una excesiva deuda externa, aunque finalmente tuvo que enfrentarse también a graves dificultades de solvencia internacional. La crisis se debió directamente a la desregulación y a la liberalización, en virtud de las cuales los gobiernos renunciaron al control del sector financiero y de las actividades de inversión de las empresas privadas. Tal proceso condujo a una mala asignación de la inversión (hacia el sector inmobiliario, por ej.), así como a la sobreinversión (Singh, 1998).

[42] Las turbulencias de Asia oriental entre 1997/1999 han llamado la atención sobre la importancia, para la prevención de futuras crisis, de que los países del Tercer Mundo renuncien a los tipos de cambio nominales fijos, desincentiven las entradas de capital a corto plazo, gestionen adecuadamente la deuda externa, para evitar que el

asiáticas es que las economías emergentes deben abordar la intensidad de la desregulación financiera, el orden adecuado de sus cambios, y la apertura de la cuenta de capital con una precaución extrema. Acometer tales políticas de manera prematura e indiscriminada no es sino una receta segura para sufrir una crisis financiera (Bustelo, 1999, 2000). El comportamiento reciente de China en cuanto al desarrollo y apertura internacional de su sector financiero está profundamente ligado a las lecciones aprendidas de las crisis asiáticas.

Laborda (2008) sostiene que el ahorro es una condición *sine qua non* en tiempos de crisis para la recuperación económica, debido a que éste no se producirá mientras las familias y las empresas mantengan situaciones excesivamente desequilibradas. En efecto, un exceso de consumo e inversión prolongado en el tiempo, financiado en base a crédito, genera un gran desequilibrio, por lo que posteriores incrementos de ahorro y la reducción simultánea de la inversión en capital fijo se dirigirán a reducir las deudas, provocando la contracción del PIB. Una intervención pública relevante como demandante de bienes y servicios pudo terminar con la *Gran Depresión*. Del Río (2011) señala otra forma de suavizar los efectos negativos de la burbuja de crédito: el ahorro al generar un colchón de seguridad para mantener el consumo en épocas de crisis reduce el impacto de futuras crisis económicas. Naturalmente la generación de ese ahorro supone un menor consumo que trae un descenso de las ventas empresariales con la consiguiente menor creación de empresas y reducción del número de emprendedores. Podríamos decir, en este sentido, que el crecimiento es menor a corto plazo, pero también menos volátil y con mayor capacidad de permanecer en el largo plazo.

Numerosos estudios se han preocupado históricamente de investigar las causas por las cuales una economía podría ser más prospera que otras. Como se indica a continuación, existen dos posturas principales enfrentadas en la literatura científica clásica sobre la influencia del ahorro en el crecimiento. Por un lado, la corriente que defiende la necesidad de potenciar el ahorro para mejorar el crecimiento, pues supone que éste va a ser empleado de forma eficiente y productiva (Smith, 1776; Mill, 1808; Ricardo, 1817; Say, 1841; Marshall, 1930; entre otros). Y por otro, la que sostiene que sería mucho más conveniente actuar sobre la demanda, pues ese mayor ahorro implicaría una escasez de demanda que acabaría con un desánimo inversor que frenaría el crecimiento (Lauderdale, 1804; Spence, 1807; Malthus, 1820; Sismondi, 1815; Schumpeter, 1912; Keynes, 1936, 1937 y 1940; entre otros). Posteriormente, otros autores han desarrollado modelos más sofisticados, lo que provoca la aparición de corrientes neoclásicas. En este sentido, Harrod (1939, 1948 y 1979) se considera el precursor de la teoría moderna del crecimiento económico, ya que indica la necesidad de realizar una *planificación indicativa* que analice cuál es el crecimiento de la economía en los próximos años y cómo deben comportarse las distintas variables para ello, y entre ellas, por supuesto, el ahorro. No obstante, las aportaciones modernas del crecimiento dan por sentado los efectos beneficiosos que genera el ahorro en el crecimiento (Bahmani-Oskooee, Galindo y Niroomand, 1998).

Así, los modelos neoclásicos de crecimiento, inspirados en el trabajo de Solow (1956), sugieren que un incremento de las tasas de ahorro nacional genera un mayor crecimiento solamente en el corto plazo, y la tasa de crecimiento de equilibrio en el largo plazo depende exclusivamente del progreso tecnológico y el crecimiento demográfico, que se suponen exógenos al modelo. En contraste con ello, los modelos de las teorías de crecimiento endógeno desarrolladas por Romer (1986) y Lucas (1988) en las que el capital presenta unos rendimientos constantes o crecientes sostienen que unas mayores tasas de ahorro nacional,

endeudamiento a corto plazo supere a las reservas en divisas, y vigilen el crecimiento del crédito bancario al sector privado y el comportamiento de la rentabilidad de las empresas (Bustelo, 2000).

con el incremento consecuente de la acumulación de capital, implicarían un aumento permanente en las tasas de crecimiento. De tal modo, los agentes económicos, al acumular capital, permitirán un crecimiento económico sostenido en el largo plazo (Lanteri, 2007). Piketty (2013) encuentra que este no ha sido el caso en la experiencia histórica, en la que se han producido simultáneamente altas tasas de remuneración del capital y un crecimiento a largo plazo muy modesto, llevando a una importante concentración de la riqueza en colectivos de rentistas muy reducidos.

Estudios empíricos recientes obtienen resultados distintos en función de los países que analizan. En este sentido, las políticas que promuevan el ahorro en los países en desarrollo serían pertinentes para alcanzar mayor crecimiento. En cambio, en países más avanzados, al disfrutar de unos sistemas financieros más eficientes, necesitarían ahorrar menos para conseguir la misma inversión productiva o suponen que al aumentar el nivel de vida, dejaría de ser necesario para las familias ahorrar tanto para cubrir sus pagos extraordinarios.

Así, los estudios de Sinha y Sinha (1999) para Sri Lanka; Alguacil, Caudros y Orts (2004) para México; Lorie (2007) para Pakistán; u Oladipo (2010) para Nigeria observan una relación causal del ahorro al crecimiento. Otros como Sinha y Sinha (1996) para Pakistán; Gavin, Hausmann y Talvi (1997) para países de América Latina y Asia Oriental; Agrawal (2001) para siete países asiáticos; Sinha y Sinha (1998) para México; o Sinha y Sinha (2007) para Filipinas acreditan una relación causal en sentido inverso que supone, por tanto, que el crecimiento predice el ahorro.

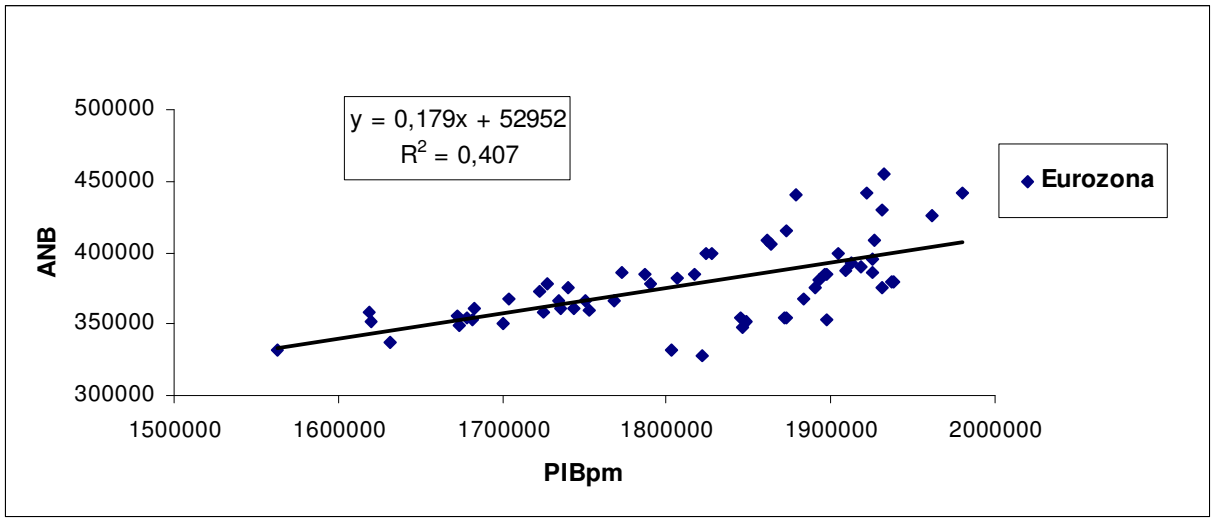
En esta línea de resultados mixtos destacan, por ejemplo, estudios como el de Saltz (1999) para diecisiete países en desarrollo que acredita en nueve de ellos causalidad desde el crecimiento hacia el ahorro; en otros dos, causalidad en sentido contrario; en dos países, causalidad bidireccional; y, finalmente, ausencia de causalidad en los cuatro restantes. También es interesante el trabajo de Anoruo y Ahmad (2001) para siete países africanos que observa una relación causal del crecimiento al ahorro en cuatro, de sentido inverso en uno y bidireccional en los dos restantes; A su vez, el trabajo de Mohan (2006) encuentra, en términos generales, una relación de causalidad desde el crecimiento hacia el ahorro en los países con ingresos altos; bidireccional en aquellos con ingresos medio-altos; y relaciones mixtas o sin relación entre los que sus ingresos son medios-bajos y bajos; y por último, el estudio de López y Saldarriaga (2010) que evidencia para Colombia una mayor influencia del crecimiento al ahorro que viceversa.

Seguramente la posible relación causal del ahorro nacional bruto al crecimiento económico, y viceversa, defendida por las posturas anteriores dependerá de circunstancias concretas de cada entorno económico. En esta línea, según afirmaba Sismodi[43] hace prácticamente dos siglos, "*la economía no ha de ser considerada una ciencia abstracta, teórica cuyas leyes sean válidas para todos los tiempos y todos los lugares y países"*.

Al efectuar una primera aproximación a esta relación en la Eurozona, podemos observar un grado de asociación medio y positivo entre ambas variables. En efecto, desde el nacimiento del *Euro* hasta 2013, el 40,7% de las variaciones trimestrales del ANB son explicadas por las variaciones del PIBpm en esos trimestres, como muestra el gráfico nº 5:

[43] http://ocw.uib.es/ocw/economia/historia-del-pensamiento-economico/my_files/terceracarpeta/sismondi.html Historia del pensamiento económico. Universidad de Las Islas Baleares.

Gráfico nº 5



Datos en miles de millones de euros de frecuencia trimestral deflactados por PIB trimestral. Fuente: Eurostat y elaboración propia (15.05.2015).

Podemos determinar la influencia del crecimiento del PIBpm sobre el crecimiento del ahorro nacional bruto (ANB) a través de la siguiente ecuación:

$$LANB_t = \alpha_0 + \beta_1 LPIB_t + \beta_2 TDi + u_t$$

Donde $LANB_t$ = es la variable dependiente del modelo entendida como el logaritmo neperiano del ahorro nacional bruto; α_0 = la constante o el término independiente del modelo; β_1 = la tasa de crecimiento del ahorro nacional bruto ante cambios del 1 por ciento del PIBpm; $LPIB_t$ = la variable independiente del modelo entendida como el logaritmo neperiano del producto interior bruto a precios de mercado; β_2 = el parámetro que acompaña a TDi que indica la variación porcentual en la tendencia de la tasa de crecimiento del ahorro nacional bruto desde la fecha de cambio estructural (2007Q3) en adelante incluida en el modelo; T = la variable de tendencia determinística incluida en el modelo[44]; Di = una variable ficticia que toma valor 0 entre 1999Q1 y 2007Q2, y valor 1 entre 2007Q3 y 2013Q4; u_t = la perturbación aleatoria del modelo.

Un paso previo en la estimación modelo consiste en deflactar[45], desestacionalizar[46], y transformar logarítmicamente[47] las series de datos trimestrales del ANB y PIBpm de la Eurozona[48] para posteriormente contrastar su estacionaridad[49].

[44] En este sentido, "T" explica parcialmente el comportamiento de la variable dependiente del modelo (LANB) desde la fecha de cambio estructural señalada por "Di" (2007Q3) en adelante. Esta especificación se tendrá en cuenta a lo largo de la presente Tesis en otros modelos estimados.

[45] En las series se aplica previamente el deflactor del PIB trimestral para neutralizar los efectos de la inflación, y su periodo abarca desde el primer trimestre del año 1999 (1999Q1) hasta el cuarto trimestre del 2013 (2013Q4). Véase apéndice nº 1.

[46] La estacionalidad se refiere a las fluctuaciones de las series de datos en períodos inferiores a un año que generalmente se repiten año a año. Las series económicas temporales se pueden desestacionalizar adecuadamente a través de metodologías Census X12-ARIMA y/o Tramo/Seats (Kikut y Ocampo, 2005).

[47] La homocedasticidad es una propiedad fundamental en un modelo de regresión lineal y ésta existe cuando la varianza de los errores estocásticos de la regresión es la misma para cada observación (de 1 a n observaciones). En cambio, la heterocedasticidad es la falta de cumplimiento de esta propiedad. En la práctica, las series de

La importancia de este contraste es fundamental, pues si una serie de tiempo no es estacionaria *en sentido débil*[50] solamente será posible estudiar su comportamiento durante el periodo en consideración, y en consecuencia, no será posible generalizarlo para otros periodos. Asimismo, la regresión de una serie de tiempo no estacionaria sobre otra serie de tiempo no estacionaria puede causar una regresión espuria[51] (Gujarati y Porter, 2010).

Sin embargo, la evidencia de la cointegración descarta la posibilidad de relaciones espurias, de tal forma que, según esta técnica, dos o más variables cointegran cuando dichas series muestran una o varias relaciones de equilibrio de largo plazo.

Para ello, es preciso conocer su orden de integración, diferenciando las series tantas veces como sea necesario hasta lograr que sean estacionarias. Este número de veces indicará el orden de integración y, para analizar su cointegración, todas las variables deben ser integrables del mismo orden. Una serie es integrable de orden "d", I(d), si tiene que ser diferenciada "d" veces para ser estacionaria.

Por tanto, si dos series se someten de manera individual a un análisis de raíz unitaria y encuentra que ambas son I(1), es decir, que contienen una tendencia aleatoria, es probable que compartan una tendencia común (que cointegren), por lo que la regresión de una sobre la otra no será necesariamente espuria.

Debido a las diferencias en las propiedades de las series estacionarias y no estacionarias resulta necesario contrastar la estacionaridad de LANB y LPIB mediante tres pruebas habitualmente empleadas por la literatura científica: *Dickey-Fuller Aumentada* (ADF); *Phillips-Perron* (PP); y *Kwiatkowski-Phillips Schmidt-Shin* (KPSS)[52].

La *prueba de Dickey-Fuller Aumentada* (1979) (*Augmented Dickey-Fuller*, ADF) usa "p" rezagos de las variaciones de la variable dependiente "Δy_t" con el fin de detectar correlaciones de orden igual o superior a 1, a diferencia de la *prueba de Dickey-Fuller estándar* (DF), válida sólo para un proceso autorregresivo de orden uno AR(1)[53] cuando su término de error

---

tiempo económicas logran ser en estacionarias en varianza generalmente mediante su transformación en logaritmos neperianos. Así, se evitan problemas de heterocedasticidad.

[48] Véanse apéndices nº 2 y 3.

[49] El programa estadísitico empleado a lo largo de la presente Tesis en el análisis de las variables de series de tiempo es Eviews7, salvo que se indique lo contrario.

[50] Un proceso estocástico es estacionario *en sentido estricto* o fuerte cuando la distribución de probabilidad conjunta de cualquier parte de la secuencia de variables aleatorias es invariante en el tiempo, aspecto no observable porque sólo se conoce una observación de esa distribución de probabilidad en cada instante. Por consiguiente, una serie de tiempo es estacionaria *en sentido débil* cuando su media, su varianza y su autocovarianza (en los diferentes rezagos) son constantes en el tiempo, sin importar el momento en el cual se midan, es decir, son invariantes en el tiempo. En cambio, una serie de tiempo no estacionaria tendrá una media que varía con el tiempo, una varianza que cambia con el tiempo, o ambas (Gujarati y Porter, 2010).

[51] Si dos variables tienen tendencia en el tiempo, una regresión de la una sobre la otra puede tener un valor alto de bondad de ajuste, esto es, que las diferencias entre las estimaciones del modelo y los valores reales de la variable a explicar sean pequeñas, a pesar de que las dos variables no tengan intuitivamente ninguna relación.

[52] Al contrastar la estacionariedad de una serie tiempo sin diferenciar (*level*) se emplean tres opciones de configuración: constante y tendencia (*intercept & trend*), constante (*intercept*), y ninguna de las anteriores (*none*); y al diferenciarla para comprobar su estacionariedad de nuevo, en el caso de que la serie no sea estacionaria sin diferenciar (level), se emplean sólo dos opciones: *intercept* y *none*, descartándose *intercept & trend*, pues su tendencia determinística desaparecería en el caso de existir.

[53] En un proceso autorregresivo de primer orden, AR(1), el nombre *autoregresivo* se interpreta como la regresión de u_t sobre sí misma con un rezago de un periodo, y es de primer orden porque sólo participan "u_t"y su valor

"u_t" sea *ruido blanco*[54]. De tal modo, ADF construye una corrección paramétrica para un orden superior de correlación, suponiendo que la serie sigue un proceso autorregresivo (AR) de orden "p", siendo su estimación la siguiente:

$$\Delta y_t = \gamma + \delta t + \psi y_{t-1} + \beta_1 \Delta y_{t-1} + \beta_2 \Delta y_{t-2} + \ldots\ldots + \beta_p \Delta y_{t-p} + u_t$$

Donde γ = es una constante del modelo; δ = el parámetro que acompaña a la tendencia determinística del modelo; ψ = el parámetro que acompaña a la variable dependiente y_t retardada un periodo; β = los parámetros que acompañan a las variaciones de la variable dependiente y_t retardada p periodos; p = el orden de los retardos del proceso autorregresivo (AR); u_t = el componente aleatorio de las variaciones de la variable dependiente y_t.

El test ADF permite contrastar las siguientes hipótesis:

H_0: $\psi = 0 \rightarrow$ *La serie de tiempo tiene raíz unitaria, por tanto, es no estacionaria*
H_1: $\psi < 0 \rightarrow$ *La serie de tiempo no tiene raíz unitaria, por tanto, es estacionaria*

Los retardos "p" que se incluyen en la ecuación tienen como finalidad capturar toda la estructura dinámica en la variable endógena "y_t" y asegurar que el término de error "u_t" no está autocorrelacionado. Los residuos deben ser *ruido blanco* para que la prueba ADF sea considerada válida.

Una de las formas de decidir el número de retardos adecuados que deben incluirse en la prueba de ADF consiste en emplear el número que minimiza el criterio de información de *Schwarz* (*Schwarz information criteria*)[55] para obtener una ecuación auxiliar del test ADF con la mejor bondad de ajuste.

Otra condición necesaria para que la prueba ADF sea válida es verificar que los valores de probabilidad (*prob*) del estadístico *Ljung-Box* (*Q-Stat*)[56] de cada uno de los coeficientes de autocorrelación de los residuos de la ecuación auxiliar del test ADF sean mayores de 0,05 y,

pasado inmediato, es decir, el rezago máximo es uno; sería AR(2) si el rezago máximo fuera dos, y así sucesivamente (Gujarati y Porter, 2010).

[54] Un proceso es puramente aleatorio o de *ruido blanco* cuando tiene una media igual a cero, una varianza constante y no está serialmente correlacionado (Gujarati y Porter, 2010).

[55] Según Caballero (2011), los criterios de información de *Schwarz* y de *Akaike* son los comúnmente más usados. *Schwarz* (1978) sugirió que el criterio de *Akaike* (AIC) podría ser asintóticamente no justificable y presentó un criterio de información alternativo a partir de un enfoque bayesiano (*Bayesian Information Criterion*, BIC). Cualitativamente, BIC y AIC dan una fornulación matemática del principio de parsimonia en la construcción de modelos y, cuantitativamente, BIC se inclina más que AIC hacia modelos de dimensión más baja cuando el número de observaciones "n" (tamaño muestral total) es mayor o igual a 8. Otra diferencia es su objetivo, mientras BIC trata de seleccionar el modelo correcto, con máxima probabilidad a posteriori, y puede demostrarse que es un criterio consistente, de forma que la probabilidad de seleccionar el modelo correcto tiende a 1 cuando aumenta el tamaño muestral, AIC no pretende seleccionar el modelo correcto, ya que admite que el modelo verdadero puede no estar entre los estimados, y trata de obtener el modelo que proporcione mejores predicciones entre los existentes. Puede demostrarse que, suponiendo que el modelo verdadero puede aproximarse arbitrariamente bien con los estimados, al aumentar el tamaño muestral, AIC es eficiente, escogiendo el modelo que proporciona (en promedio) mejores predicciones. Sin embargo, en muestras pequeñas o medianas, AIC tiende a seleccionar modelos con más parámetros de los necesarios (Peña, 2002). Por consiguiente, a lo largo de la presente Tesis, salvo indicación en contrario, se emplea el criterio de *Schwarz*.

[56] Este test contrasta la aleatoriedad conjunta hasta una serie de retardos de una variable de serie de tiempo (Ljung and Box, 1979).

en caso de no serlo, aumentar el número de retardos tantas veces como sea necesario hasta cumplir esta condición.

La segunda prueba de raíz unitaria de aplicación es el test de *Phillips-Perron* (PP) en la que sus conclusiones son frecuentemente similares a las obtenidas por ADF.

Phillips y Perron (1988) emplean métodos estadísticos no paramétricos para evitar la correlación serial en los términos de error, sin añadir términos de diferencia rezagados, incorporando una corrección automática en la prueba *de DF estándar* para permitir residuos autocorrelacionados. De tal modo, el test de *Phillips-Perron* (PP) modifica el ratio "t" del coeficiente "ψ" con lo que la correlación serial no afecta a la validez de la prueba. El test PP contrasta la hipótesis nula de que una serie de tiempo tiene raíz unitaria.

La principal crítica es que la potencia de los tests ADF y PP es baja si el proceso es estacionario pero con una raíz unitaria próxima al límite de la no estacionariedad. Por ejemplo, cuando "ψ" se aproxima a 1 pero no es 1, el test no logra distinguir entre estacionariedad y la ausencia de ésta, especialmente en muestras pequeñas (Brooks, 2002).

Una posible manera de mitigar este problema es realizar un análisis de confirmación aplicando el test *Kwiatkowski-Phillips Schmidt-Shin* (1992) entendido como prueba de estacionariedad complementaria a las pruebas de ADF y PP. De tal modo, KPSS[57] presenta las siguientes hipótesis:

H_0: La serie de tiempo no tiene raíz unitaria, por tanto, es estacionaria
H_1: La serie de tiempo tiene raíz unitaria, por tanto, es no estacionaria

Para verificar los resultados en los tests de PP y KPSS, a diferencia de ADF, se eligen los retardos de forma automática usando el criterio de ancho de banda *Newey-West* (*Newey-West Bandwidth*)[58] y el método de estimación espectral *Barlett-Kernel* seleccionado por defecto por el programa estadístico Eviews7.

Adicionalmente, la metodología empleada en las pruebas ADF, PP y KPSS se refuerza utilizando como criterio de bondad de ajuste del modelo auxiliar de los tests el coeficiente de determinación ajustado más alto (*Adjusted R^2*) entre las tres opciones de configuración que posibilita el programa estadístico *Eviews7*, constante y tendencia, constante y/o ninguna de las dos anteriores, con el fin de determinar la estacionariedad de la serie de tiempo analizada, aún cuando los resultados entre ellas fueran contradictorios.

La situación ideal en los tres tests, ADF, PP y KPSS, sería la consecución de resultados consistentes entre sí. De tal modo, por ejemplo, cuando una serie de tiempo tuviese raíz unitaria, los tests de ADF y PP deberían aceptar la hipótesis nula, y KPSS rechazarla. No obstante, Harris y Sollis (2003) consideran que ante una situación poco clara deben elegirse los resultados que apoyan la hipótesis nula de que la serie presenta raíz unitaria.

[57] Ahora bien, al contrastar la estacionariedad de una serie de tiempo sin diferenciar en el test de KPSS, a diferencia de ADF y PP, sólo están disponibles en Eviews7: *Intercept & trend*, y *constant*; y al diferenciarla para comprobar su estacionariedad nuevamente si la serie no es estacionaria (level) sin diferenciar, se emplea sólo *intercept*, descartándose *intercept & trend*, pues su tendencia determinística desaparecería en el caso de existir.

[58] El estimador de *Newey-West* se utiliza para tratar de superar la autocorrelación y la heterocedasticidad en los términos de error en los modelos de series de tiempo (Newey y West, 1987).

A la hora de aplicar estos tests es relevante considerar que los ciclos económicos están marcados por periodos de recesión y expansión económica, y que, a veces, ocurren modificaciones importantes en las relaciones entre variables macroeconómicas a raíz de una guerra, el pinchazo de una burbuja, o un fuerte cambio tecnológico. En efecto, es probable, de este modo, que la constante, la pendiente o ambas varíen de un ciclo económico a otro. Es lo que se entiende por cambios o rupturas estructurales (*structural breaks*) (Gujarati y Porter, 2010). En esta misma línea, Perron (1989) indicó en un primer análisis hace tres décadas que el no tener presente la existencia de un cambio estructural en una serie de tiempo conduce a un sesgo que reduce la capacidad de rechazo de una hipótesis nula de raíz unitaria falsa.

Por ello, realizamos una prueba diseñada por Perron (1997) que añade al test de ADF un único cambio estructural endógeno, con la inclusión de variables ficticias, en el que se contrasta su presencia y, aunque reduzca su potencia ante la ausencia de un cambio estructural, Perron (2005) sostiene que su comportamiento, haya o no cambio, es consistente, correcto asintóticamente y no está afectado por los factores que determinan este cambio.

Adicionalmente, la prueba de Perron (1997) con cambio estructural endógeno contrasta la presencia de raíz unitaria con la inclusión de tres tipos de cambio estructural[59]. El primero permite un descenso en el nivel de la serie de tiempo; el segundo lo hace en su pendiente o tasa de crecimiento; y el tercero contempla ambos efectos de una manera simultánea. También se incluyen 4 rezagos como número máximo, dado que los datos de las variables tienen frecuencia trimestral, siendo determinado el número de rezagos adecuado de forma endógena por el test[60].

Éste se configura como una prueba secuencial que utiliza una variable dicotómica o ficticia diferente en cada fecha de ruptura posible en toda la muestra, siendo la fecha seleccionada aquella en la que el estadístico "t" del test ADF es mínimo (más negativo). Luego será elegible la menos favorable en la hipótesis nula, y de este modo, el test únicamente captura su interrupción más significativa.

Por tanto, la prueba de Perron (1997) identifica la fecha a partir de la cual se produce el cambio estructural, lo que podría permitir asociarla, por ejemplo, con una crisis económica, una guerra o una política gubernamental concreta, y a su vez, su resultado está sesgado hacia el no rechazo de la hipótesis nula.

El inicio de las turbulencias financieras en la Eurozona durante el tercer trimestre de 2007 divide claramente el período 1999/2015 en dos partes muy diferentes. Una primera, de crecimiento económico continuado y percepción social generalizada de *fin de la historia*[61], tendencia al pleno empleo, gran capacidad de gasto, y cierta "*alegría"* insensata en muchas inversiones; y, una segunda parte de profunda crisis económica, contención generalizada del gasto, recortes en derechos sociales y económicos e inestabilidad continuada.

En efecto, la generalización de un excesivo endeudamiento de las familias y empresas ha constituido uno de los elementos que caracterizan el desarrollo de la economía mundial en las

[59] El número de retardos asciende a 4, por ser las serie temporales de datos trimestrales.
[60] http://forums.eviews.com/viewtopic.php?f=23&t=6054
[61] Fukuyama (1992) indica que *la historia* como lucha de ideologías ha terminado en un mundo final basado en la democracia liberal que se ha impuesto tras el final de la *Guerra Fría* con la disolución de la Unión Soviética entre 1990/1991. Este enfrentamiento entre el bloque occidental-capitalista liderado por Estados Unidos y el oriental-comunista por la Unión Soviética se remontaba desde el término de la Segunda Guerra Mundial.

últimas décadas, en la mayoría de las economías avanzadas. Concretamente, el sobreendeudamiento de las familias y empresas de los países periféricos de la Eurozona ha sido financiado en gran medida por instituciones financieras de las economías europeas con superavit comercial. Adicionalmente, la mayor capacidad de gasto que han conseguido las economías periféricas gracias a estos trasvases financieros ha redundado en un mayor consumo de bienes y servicios producidos en los países *centrales* de la Eurozona. Como señala Colom (2012), este comportamiento se ha producido también en Estados Unidos, donde el recurso al endeudamiento ha sido un motor de la economía durante unos años y, posteriormente, su verdugo cuando la burbuja crediticia explotó.

Los síntomas del estallido de la burbuja especulativa en el mercado inmobiliario estadounidense se corresponden con las hipotecas de alto riesgo (tipo *subprime*). El crecimiento de la morosidad, el aumento de las viviendas a la venta, el descenso de los precios del mercado inmobiliario, y la combinación del desplome de precios y la falta de liquidez en el mercado de bonos de titulización vinculados a esta financiación[62] tienen consecuencias que afectan al conjunto de la economía estadounidense y mundial. Más de cuarenta agencias en Estados Unidos[63] tuvieron que cerrar o estaban en proceso de hacerlo durante el primer trimestre de 2007, y uno de los mayores bancos de inversión de Estados Unidos, *Bear Stearns*, anunció en Junio de 2007 que dos fondos invertidos en hipotecas *subprime* contabilizaban pérdidas muy cuantiosas, con lo que tuvieron que ser liquidados en poco tiempo. Los mercados financieros a nivel mundial se contagian y las primeras turbulencias financieras surgen en la Eurozona en el tercer trimestre de 2007[64], agudizándose en 2008. En efecto, el rescate de *Northern Rock Bank* en el Reino Unido en Septiembre de 2007 y el colapso de *Bear Stearns* en Estados Unidos en Marzo de 2008 acrecentaron el temor de las entidades de crédito a incurrir en pérdidas en un contexto de deterioro macroeconómico y subidas crecientes del precio del petróleo. Adicionalmente, la toma de control estatal de las entidades *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, la venta del banco de inversión *Merrill Lynch* al *Bank of America*, el rescate de la aseguradora *AIG*, la intervención de la caja de ahorros *Washington Mutual,* y la quiebra del banco de inversión *Lehman Brothers* en Estados Unidos en Septiembre de 2008 alentaron las tensiones financieras hasta alcanzar niveles sin precedentes[65], quedándose la estabilidad financiera mundial en entredicho[66]: las entidades eran muy reticentes a participar en operaciones interbancarias, ya que cualquier institución solvente podría dejar de serlo por el enorme déficit de liquidez del mercado, y a partir de entonces, la crisis financiera *subprime* empezó a extenderse a la economía real (BCE, 2010a).

[62] El gran problema de estos productos estructurados vinculados a las hipotecas *subprime* no era sólo su enorme complejidad y opacidad, sino también la ausencia de un precio de mercado y, por consiguiente, la imposibilidad de valorarlos objetivamente en los balances de las entidades de crédito que los poseían (Esteve y Prats, 2011).

[63] Las primeras manifestaciones se produjeron en febrero de 2007 cuando las dos principales sociedades norteamericanas especializadas en hipotecas de alto riesgo, *Nova Star* y *New Century Financial* anunciaron pérdidas por el aumento de la morosidad.

[64] La fecha inicial sería el 9 de agosto de 2007 (BCE, 2010).

[65] El máximo *spread* se produce en Octubre del 2008 y se corresponde con la mayor percepción de riesgo potencial de insolvencia de la contrapartida, la desconfianza se instala en el mercado monetario, y el vínculo existente entre los tipos oficiales y los tipos del mercado monetario desaparece (Esteve y Prats, 2011).

[66] La lista de entidades financieras que participaron en la burbuja de la titulación estaba encabezada por las principales entidades financieras norteamericanas y europeas: la norteamericana *Goldman Sachs*, el *Deutsche Bank* alemán, el *BNP Paribas* francés, el *UBS* suizo, el *Northern Rock Bank* inglés o la belga *Fortis*, entre muchos otras. En términos generales, todas estas entidades tuvieron que liquidar fondos, reestructurar sus entidades y ser socorridas de una forma u otra por las autoridades públicas, por lo que las decisiones incorrectas y las apuestas arriesgadas de sus directivos acabaron repercutiendo directamente no sólo a sus accionistas sino también a sus clientes, sus trabajadores y al conjunto de la ciudadanía (Colom, 2012).

De hecho, la crisis de la Eurozona vivida durante estos últimos años tiene dos causas principales: la primera, las turbulencias iniciadas en los mercados financieros de Estados Unidos en 2007 (que facilitaron el estallido de burbujas especulativas propias de varios países europeos, como España e Irlanda en la Eurozona, el Reino Unido fuera de ésta, e Islandia, fuera de la UE); y la segunda, la pérdida progresiva de competitividad de la *periferia*, básicamente España, Portugal y Grecia (en menor medida, Italia), con respecto al *núcleo* o *zona central*[67], representado por Alemania, conlleva que la *periferia*[68] incurra en un déficit estructural de balance por cuenta corriente[69] asociado a un déficit financiero del sector privado[70] frente al superávit igualmente estructural de la *zona central* (Lapavitsas, et. al, 2011). Y como los países de la Eurozona han transferido el control de la política monetaria común[71] al BCE con la entrada del *Euro*, los tipos de intervención son únicos, lo que ha repercutido en tipos de interés homogéneos en épocas de estabilidad económica, salvo en mercados particulares. En cambio, los tipos de interés reales no son en absoluto homogéneos dada la distinta evolución de los precios en los países de la Eurozona (Sastre y Osuna, 2011). El cuadro nº 10 detalla la evolución que presentan el IPCA y el balance por cuenta corriente en España y Alemania:

Cuadro nº 10

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media 1999/2013
Alemania																
IPCA	+0,6	+1,4	+1,9	+1,4	+1,0	+1,8	+1,9	+1,8	+2,3	+2,8	+0,2	+1,2	+2,5	+2,1	+1,6	+1,6
BCtaCte	-29	-37	-8	+42	+32	+102	+107	+138	+173	+148	+143	+147	+164	+196	+192	+101
España																
IPCA	+2,2	+3,5	+2,8	+3,6	+3,1	+3,1	+3,4	+3,6	+2,8	+4,1	-0,2	+2,0	+3,1	+2,4	+1,5	+2,7
BalCtaCte	-13	-19	-17	-17	-21	-45	-67	-85	-105	-104	-54	-48	-40	-12	+8	-43

Indice de precios al consumo (IPCA) en porcentaje (%). Balance por cuenta corriente (BCtaCte) en miles de millones de euros corrientes. Fuente: Alemania (Eurostat) y España (Banco de España) (16.12.2014).

[67] Tras el *Tratado de Maastricht*, la presión sobre los salarios fue una realidad en los Estados miembros de la Eurozona. Sin embargo, Alemania tuvo mucho mayor éxito que los países periféricos al conseguir mantener prácticamente estabilizados los salarios en términos reales durante la última década (Lapavitsas, et al., 2011).

[68] La pérdida de competitividad ha obligado a los países periféricos a centrarse en impulsar la demanda interna, sobre todo a través de la inversión en el sector inmobiliario y el consumo. Así, en España hubo una burbuja inversora basada en el sector inmobiliario, mientras que en Grecia y Portugal el ahorro privado se derrumbó a la vez que el consumo se mantenía en niveles elevados (Lapavitsas, et al., 2011).

[69] La balanza por cuenta corriente de un país recoge el conjunto de transacciones reales corrientes, como las exportaciones (+) e importaciones (-) de bienes y servicios, las rentas laborales y financieras obtenidas (+) del exterior y pagadas (-) al exterior, y las transferencias corrientes recibidas (+) del exterior y concedidas (-) al exterior. Los signos (+) significan ingresos y (-) pagos, y el saldo de la balanza su diferencia.

[70] El *Euro* ofrece al sector privado la oportunidad de financiarse a tipos de interés reducidos, tanto en el interior de los países como en el exterior. La aplicación de una política monetaria común en toda la Eurozona supuso el descenso de los tipos de interés hasta los niveles de Alemania, y dado que la inflación tiende a ser más alta en la *periferia* que en el *núcleo*, los tipos de interés reales en la periferia eran incluso aún más reducidos. Así, los bancos satisfacían la creciente demanda interna de crédito en condiciones asequibles (Lapavitsas, et al., 2011).

[71] El premio Nobel Mundell indica que para que un conjunto de países constituyan un área monetaria óptima deben satisfacer una de las dos siguientes condiciones: Los países tienen que experimentar *shocks* similares, dado que si es así podrán aplicar similares políticas monetarias; o bien, si los países sufren diferentes *shocks*, deben tener una movilidad de los factores productivos elevada, por ejemplo, los trabajadores de uno de los países cuya tasa de desempleo es elevada deben poder abandonarlo fácilmente y buscar trabajo en otro país (Sastre y Osuna, 2011). Un presupuesto federal común que permita derivar recursos financieros a las zonas deprimidas económicamente, y una unión bancaria que facilite el rescate y/o resolución de entidades bancarias a nivel supranacional son ambos elementos necesarios para el buen desarrollo de la unión monetaria.

En este contexto, el crecimiento de la deuda interna y externa de los países periféricos se vio favorecida por la existencia de bajos tipos de interés, y por una credibilidad engañosa como deudores que les permitían obtener los fondos necesarios sin excesivas dificultades. Sin embargo, cuando los sesgos estructurales de la Eurozona se combinan con la ineficiencia de los mercados financieros a finales del año 2009, surge una importante crisis de deuda soberana[72], y que se convierte en una gran amenaza para los bancos de la *zona central*, pues sus balances contienen volúmenes de deuda periférica muy significativos. De tal modo, la crisis de deuda soberana podía considerarse como una continuación de las turbulencias iniciadas en 2007 en el sector financiero[73]. Por tanto, la situación de vulnerabilidad de los bancos europeos está directamente relacionada con la acumulación de deuda tanto pública como privada de la *periferia*. Con el fin de estabilizar los mercados financieros, las autoridades de la Eurozona elaboran medidas extraordinarias de intervención en Mayo de 2010. Sin embargo, las entidades bancarias han continuado mostrando debilidad posteriormente y sus problemas financieros no han desaparecido (Lapavitsas et al., 2011). En efecto, posteriormente, se producen aumentos desmesurados de la prima de riesgo de la deuda periférica[74] fruto de los problemas derivados de las deficiencias en el diseño de la *zona euro*. Así, los problemas generados por la insolvencia de entidades privadas se intentan resolver transfiriendo deudas privadas a los propios Estados periféricos, inmersos en una titánica pelea contra la mayor crisis desde la *Gran Depresión*. Naturalmente, no pudieron asumir esta situación, produciéndose una pérdida de confianza por parte de los mercados financieros. Así, por ejemplo, el 24 de Julio de 2012 la prima de riesgo de la deuda española a largo plazo alcanza un máximo de 637 puntos básicos[75], acercándose esta cotización máxima a las de economías mucho más débiles, como la de India, 684 puntos básicos en dicha fecha[76].

Aunque las medidas de política monetaria han supuesto una mejora muy importante en la crisis de deuda soberana comentada, la recuperación en la Eurozona se mantiene precariamente débil. Su crecimiento económico se ha desacelerado hasta el punto que cualquier evento exógeno podría hacer que retorne a una recesión. La debilidad de su recuperación se caracteriza por unos niveles bajos de la inversión privada, un desempleo extremadamente alto en muchos de los países periféricos, cada vez más arraigado a medida que el desempleo de larga duración aumenta, y una inflación peligrosamente baja con el riesgo de transformarse en deflación. La alta tasa de desempleo juvenil deviene en fuga de talento, al no encontrar las cohortes de egresados universitarios otra salida personal que la

[72] Esta crisis se manifiesta en primer lugar en Grecia: la escalada de su déficit público y la manipulación de sus datos estadísticos provoca que las agencias de calificación rebajen la valoración de su deuda pública con el consiguiente aumento de la prima de riesgo hasta la imposibilidad de acceder a los mercados financieros. Asimismo, la deuda soberana de España y Portugal también fueron objeto de una fuerte presión (Lapavitsas, Kaltenbrunner, Labrinidis, Lindo, Meadway, Michell, Painceira, Pires, Powell, Stenfors y Teles, 2011).

[73] En opinín de González-Páramo (2011), la crisis de las hipotecas *sub-prime* contribuye también a una crisis de la deuda soberana en la Eurozona por tres motivos: En primer lugar, se debilitan los balances de los bancos, aún convalecientes, cuando la crisis de la deuda soberana cobra protagonismo en Mayo de 2010. En segundo lugar, el apoyo fiscal a los sistemas bancarios y la ejecución de importantes programas de gasto hace que empeoren la deuda y déficit públicos. En tercer lugar, la quiebra de *Lehman Brothers* deja muy tocada la confianza en la solidez del sistema financiero.

[74] La prima de riesgo de un país es un indicador que mide la confianza de los inversores en la solidez de la economía de un país. En efecto, es el sobreprecio que éste tiene que pagar cuando acude a los mercados para financiarse en comparación con Alemania y se calcula como la diferencia entre la rentabilidad del bono español y alemán a diez años. Por tanto, cuanto mayor sea el riesgo de un país, más deberá remunerar éste a los inversores para que adquieran su deuda.

[75] http://www.datosmacro.com/prima-riesgo/espana

[76] http://www.datosmacro.com/prima-riesgo/india

emigración económica hacia otros países europeos con economías más eficientes[77]. Luego, la frágil situación económica de la Eurozona supone un riesgo adicional para la economía mundial (ONU, 2015).

Con la crisis financiera internacional, el *crecimiento potencial*[78] disminuye tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. A diferencia de crisis previas, ésta se relaciona no sólo con una reducción del nivel del *producto potencial*[79] en las economías avanzadas y emergentes, sino con una continua disminución en su tasa de crecimiento**.** Así, el *crecimiento potencial* de las economías avanzadas disminuye del 2,25% del período previo a la crisis (2001/2007), al 1,6% previsto para 2015/2020, por el menor crecimiento del capital, y factores demográficos adversos ajenos a la crisis, habiendo sido 1,3% el promedio de su crecimiento entre 2008/2014 (Blagrave et al., 2015). Autores como Piketty (2013); Attali (2009) o Krugman (2012) auguran tasas de crecimiento permanentemente bajas en las próximas décadas (*permanent stagnation*).

Así, las economías avanzadas, especialmente la *zona euro*, podrían enfrentarse a un largo periodo de bajo crecimiento económico sobre todo por su fracaso para abordar plenamente los problemas heredados de la crisis. Este bajo crecimiento se refleja en una demanda persistentemente débil que puede convertirse en estancamiento, por lo que las economías afectadas no serían capaces de generar la demanda necesaria para restablecer el pleno empleo, y con el tiempo, su potencial de crecimiento se vería afectado negativamente por una menor inversión y una oferta de trabajo más baja como resultado del aumento del desempleo estructural proveniente de su prolongación cíclica (FMI, 2014).

En definitiva, la crisis financiera en la Eurozona desde el tercer trimestre del año 2007 muestra sus efectos a largo plazo en el *crecimiento potencial* de su economía, en el comportamiento financiero de sus agentes económicos (por ejemplo, en las decisiones de ahorro e inversión) y, obviamente, en la oferta monetaria y política crediticia de las instituciones financieras.

Así, un aspecto novedoso de esta crisis económica y financiera con relación a otras anteriores es el cambio de tendencia de estas variables en sus tasas de crecimiento, aún cuando sean las futuras políticas económicas de aplicación las que determinarán en mayor o menor medida la intensidad de este impacto.

Para comprobar que, efectivamente, ha habido un cambio estructural en la tendencia de la tasa de crecimiento, se realiza a continuación un contraste estadístico. Concretamente, se incorpora como variable ficticia exógena en los modelos explicativos de las series de tiempo

[77] El drama del paro y la emigración económica se une en muchos casos a la sobrecualificación para puestos de trabajo escasamente remunerados. Cuando los jóvenes sí encuentran trabajos adecuados para su formación, nos encontramos que décadas de formación financiadas por los Estados periféricos logran ser productivos en los Estados del centro y norte de Europa. Además, desde el punto de vista colectivo, esta pérdida de jóvenes preparados es más grave si consideramos la baja tasa de natalidad permanente de España desde finales de los años ochenta.

[78] A largo plazo la tasa de *crecimiento potencial* de una economía depende del aumento de la oferta y la productividad del capital, y de la mano de obra. A su vez, el aumento de la oferta de mano de obra depende del crecimiento de la población en edad activa y de las variaciones de las tasas de participación en la fuerza laboral; y el ritmo de crecimiento del stock de capital depende de la inversión y del stock inicial de capital, y su productividad está determinada por las mejoras en los procesos comerciales y la innovación tecnológica.

[79] El *producto potencial* es el nivel de producción congruente con una inflación estable, sin presiones inflacionarias ni deflacionarias.

de la presente Tesis la fecha de cambio estructural señalada anteriormente simbolizada mediante la terminología del programa estadístico Eviews7:

(@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))@TREND*

Donde @DATE = variable de tiempo del modelo; @DATEVAL("2007q3") = constante que indica la fecha de cambio estructural del modelo, esto es, el tercer trimestre de 2007; @TREND = variable que indica la tendencia de la variable dependiente en el tiempo; La multiplicación de @DATEVAL y @TREND indica la fecha a partir de la cual ocurre el cambio estructural en la tendencia determinística en el tiempo de la variable dependiente del modelo a estimar.

Los resultados de las pruebas de estacionariedad de las series de tiempo objeto de estudio, LANB y LPIB, permiten concluir que no existe una evidencia suficiente para rechazar que son integrables de orden uno, I(1), según muestran los tests ADF, PP, KPSS y PerronSB [80].

Una vez contrastada la estacionariedad de las dos variables indicadas, se procede a analizar la relación de equilibrio a largo plazo entre ambas.

Al efectuar una regresión de una variable sobre otra se obtiene con frecuencia una R^2 muy elevada aunque no haya entre ambas una relación significativa. Esta situación viene a ejemplificar el problema de las regresiones espurias. Por consiguiente, es muy importante averiguar si la relación entre las variables es verdadera o espuria (Gujarati y Porter, 2010).

Entre las series de tiempo no estacionarias suelen aparecer relaciones espurias, aunque no todas ellas carecen de relaciones verdaderas entre sí. Es posible, por tanto, que variables no estacionarias a nivel individual compartan una tendencia común, y se considere que están cointegradas siempre que exista una relación de largo plazo o equilibrio entre ellas.

Engle y Granger observaron por primera vez esta posibilidad. Así, por ejemplo, dos variables no estacionarias, "y_t" y "x_t", están cointegradas de orden 1 a 1, CI (1,1), cuando son integrables de orden uno, I(1), y existe un vector de cointegración "α" en el que la combinación lineal de ambas genere un término de perturbación estacionaria $\mu_t \sim I(0)$ en la regresión $\mu_t = y_t - \alpha x_t$. De esta manera, la nueva serie creada será estacionaria y sus desviaciones tendrán varianza finita y media constante. En definitiva, dos o más variables cointegran cuando son integrables de orden "d", I (d), y su combinación lineal[81] presenta un orden inferior de integración, "b", en donde $b > 0$ (Engle y Granger, 1987).

Sin embargo, el método de *Engle-Granger* tiene limitaciones, pues se basa en una sola ecuación que permite una única relación de cointegración, aunque hipotéticamente puedan existir n-1 vectores de cointegración entre "n" variables no estacionarias, y, asimismo, considera a una endógena y a la otra exógena, aún cuando la relación causal entre ambas pueda existir en ambas direcciones simultáneamente (Yusupov y Duan, 2010).

De este modo, resulta más adecuado utilizar el método de *Johansen* (1991, 1997), que extiende el método univariado de *Engle-Granger* a un procedimiento multivariante que se

[80] Véase apéndice nº 4.

[81] Las variables no estacionarias pueden presentar también una relación de cointegración no lineal, y asimismo, aquellas con órdenes de integración distintos cointegren.

basa en la estimación de un sistema de vectores autorregresivos (VAR)[82] para contrastar de forma conjunta la cointegración de variables no estacionarias.

Esta prueba de cointegración utiliza el estadístico de traza (*trace statistic*) y de valor propio máximo (*maximum eingenvalue*) para determinar el número de vectores de cointegración. La prueba de traza establece para la hipótesis nula que existen como máximo n-1 vectores de cointegración al igual que la prueba de valor propio máximo.

A pesar de las ventajas del método de *Johansen* sobre *Engle-Granger*, aquél presenta también algunas limitaciones: al basarse en un sistema VAR, *Johansen* trata a todas variables simétricamente como endógenas, no siendo la interpretación de sus resultados tan explícita en términos de variables exógenas y endógenas como en *Engle-Granger*. Es preciso tener presente que un sistema VAR multidimensional consume muchos grados de libertad (Sörensen, 2005). Asimismo, el test no cumple en ciertas ocasiones con la propiedad de transitividad, es decir, no detecta la relación de cointegración entre "y" y "z" cuando ambas variables cointegran con una tercera "x" (Ferré, 2004). Otra limitación de la prueba de *Johansen* es que es sensible a la especificación del modelo VECM al incluir o excluir componentes determinísticos como una variable de tendencia lineal o un cambio estructural, entre otros (Ahking, 2002).

Antes de realizar el test de *Johansen* es necesario determinar previamente el número de retardos adecuados para capturar la dinámica del modelo a través del criterio de selección de retardos del modelo VAR (*VAR Lag Order Selection Criteria*)[83].

En el análisis de las variables de series de tiempo, LANB y LPIB de la Eurozona, se seleccionan 4 rezagos (*lags*) como número máximo por ser sus datos de frecuencia trimestral, escogiendo como criterio de información el de *Schwarz* (*SC*), según se ha justificado anteriormente. Este criterio indica que debe emplearse 1 como número de rezagos adecuados. En esta misma línea, Ivanov y Kilian (2005) refuerzan esta selección confirmando que el criterio de *Schwarz* es el más adecuado para los modelos VEC cuando utilizan datos de frecuencia trimestral y las observaciones de la muestra son inferiores a 120.

El test de *Johansen* (1991, 1997)[84] observa que existe, al menos, un vector de cointegración, incluyendo la presencia de un único cambio estructural en la tendencia a partir del tercer trimestre de 2007 (2007Q3) en adelante como variable exógena, según la justificación dada anteriormente (crisis financiera).

Una de las posibles maneras de confirmar esta relación de equilibrio de largo plazo entre LANB y LPIB en la Eurozona que hemos intuido con el método de *Johansen* sería a través de la aplicación de una segunda prueba, el test de *Hansen* (1992), que incorpora la posible existencia de parámetros inestables en el vector de cointegración.

[82] VAR es un modelo utilizado originariamente por Sims (1980) que consiste en un sistema de ecuaciones con tantas ecuaciones como series a predecir. Todas las variables son consideradas endógenas, pues cada una se expresa como una función lineal de sus propios valores retardados y de los valores retardados de las restantes variables del modelo, lo que permite analizar la dinámica de sus interrelaciones a corto plazo; A su vez, VECM (modelo vectorial de corrección de errores) es un VAR restringido diseñado para ser utilizado con series no estacionarias que cointegran. El principio que lo sustenta es la existencia de una relación de equilibrio a largo plazo entre las variables en estudio, aún cuando puedan existir desequilibrios en el corto plazo.

[83] Véase apéndice nº 5.

[84] Véase apéndice nº 6.

La prueba de *Hansen* (1992) establece como hipótesis nula, la cointegración entre dos o más variables, y como hipótesis alternativa, la ausencia de ésta, y espera asimismo una evidencia de la estabilidad de los parámetros del vector de cointegración resultante para confirmar su relación de equilibrio de largo plazo.

El resultado del test de *Hansen* (1992)[85] señala que LANB y LPIB cointegran (probabilidad mayor de 0,2), y confirma además la presencia de una tendencia aleatoria.

A continuación se realiza una estimación de la relación de cointegración de las variables LANB y LPIB en la Eurozona mediante la aplicación del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios Dinámicos (*Dynamic Ordinary Least Squares, DOLS*), habiendo sido confirmada su existencia previamente con la aplicación de las pruebas de cointegración de *Johansen* (1991, 1997) y *Hansen* (1992).

DOLS es un método que presenta un enfoque paramétrico, asintóticamente eficiente e insesgado, sobre todo en muestras pequeñas, que estima la relación entre variables con distintos órdenes de integración siempre que cointegren, que permite la obtención de los coeficientes de largo plazo, y que su aplicación está muy extendida cuando se sospecha la presencia de endogeneidad y/o de correlación serial entre ellas (Saikkonen, 1992; Stock y Watson, 1993). Por tanto, este método corrige el potencial de sesgo de simultaneidad de las variables del modelo estimado con la incoporación de valores rezagados (*lags*) y adelantados (*leads*) de las variaciones de las variables explicativas del mismo, y aproxima sus residuos a la distribución normal (Baba, Hendry y Starr, 2013).

Aunque los métodos DOLS y *Johansen* tengan las mismas propiedades asintóticamente óptimas en la distribución de probabilidad de los parámetros estimados, DOLS mejora a *Johansen*, pues en este último los parámetros estimados en alguna de las ecuaciones resultantes del modelo pueden estar afectados por una especificación errónea en otra de las ecuaciones, aún cuando sea una técnica de información completa (Masih y Masih, 1996).

El modelo DOLS se especifica en su forma general de la siguiente manera:

$$y_t = x_t'\beta + D_t'\gamma + \sum_{j=-q}^{r} \Delta x_{t+j}'\delta + u_t$$

Donde y_t = es la variable explicada del modelo; x_t' = la matriz de las variables explicativas sin diferenciar del modelo; β = los parámetros que acompañan a las variables explicativas sin diferenciar del modelo; D_t = las variables deterministicas del modelo; q = los valores retardados de las variables explicativas sin diferenciar del modelo; r = los valores adelantados de las variables explicativas sin diferenciar del modelo; δ = los parámetros que acompañan a los *lags* y *leads* de las variaciones de cada una de las variables explicativas sin diferenciar incluidas en la matriz x_t'; u_t = la perturbación aleatoria de y_t.

Sin embargo, aunque DOLS puede emplear de una manera indistinta *lags* y *leads* en los modelos estimados, la inclusión de *leads* puede no ser recomendable en determinadas relaciones cuando no exista una relación de causalidad tipo *Granger* entre el error de regresión del vector de cointegración y las primeras diferencias de las variables explicativas (Hayakawa y Kurozumi, 2006).

[85] Véase apéndice nº 7.

La presencia de endogeneidad y/o de correlacion serial entre las relaciones de las variables objeto de análisis a lo largo de la presente Tesis es muy probable por la naturaleza de las mismas. Por consiguiente, el método de estimación DOLS resulta ser muy apropiado para determinar el vector de cointegración de largo plazo entre ellas.

La estimación de la ecuación de cointegración de largo plazo entre el logaritmo del ahorro nacional bruto (LANB) y el logaritmo del PIB a precios de mercado (LPIB) es la siguiente:

Dependent Variable: LANB
Method: Dynamic Least Squares (DOLS)
Sample (adjusted): 2000Q1 2012Q2
Included observations: 50 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Fixed leads and lags specification (lead=6, lag=3)
Long-run variance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth =4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIB	1.620160	0.080658	20.08672	0.0000
C	-10.44066	1.160654	-8.995496	0.0000
(@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND	-0.003361	0.000216	-15.56160	0.0000

R-squared	0.955335	Mean dependent var	12.84603
Adjusted R-squared	0.940850	S.D. dependent var	0.070740
S.E. of regression	0.017205	Sum squared resid	0.010952
Durbin-Watson stat	1.860758	Long-run variance	0.000324

El modelo estimado emplea como criterio un número de *lags* y *leads* seleccionado con la opción automática del criterio de información de *Schwarz* facilitado por Eviews7[86]. De tal modo, se eligen automáticamente 0 lags y 6 leads para el modelo. Sin embargo, con esta configuración sus residuos muestran autocorrelación, y por lo tanto, se procede a añadir nuevos retardos de una forma manual manteniendo el número de *leads* seleccionado por *Schwarz* hasta que el coeficiente de determinación ajustado del modelo (*Adjusted* R^2) sea el más alto posible para los 6 *leads* seleccionados, pero siempre supeditado a que los residuos del nuevo modelo resultante no presenten autocorrelación, su distribución sea normal y no muestren heterocedasticidad[87].

Finalmente, se seleccionan 3 *lags*, que se añaden a los 6 *leads* identificados por *Schwarz* conformando una estimación que cumple estos requisitos señalados anteriormente. Este número de *lags* y *leads* de las variaciones de la variable explicativa LPIB apuntan hacia la presencia de endogeneidad entre los valores del ahorro nacional bruto (ANB) y el producto interior bruto (PIBpm). Asimismo, el modelo contempla la inclusión de una variable dicotómica o ficticia para modelizar la presencia de una tendencia determinística desde el tercer trimestre del año 2007 en adelante, debido al cambio estructural que se sucede con la crisis financiera explicada anteriormente. Esta variable muestra una reducción muy leve pero significativa de la variación porcentual en la tendencia de la tasa de crecimiento del ahorro nacional bruto (LANB) (coeficiente = -0,003361; p-valor = 0,0000).

[86] A su vez, se mantiene el criterio preestablecido por el programa con repecto a los coeficientes de la matriz de covarianza de los parámetros estimados del modelo (*Default OLS rescaled*), seleccionando ningún retardo (*none* en *Lag specification*) entre las distintas opciones de la varianza a largo plazo (*Long-run Variance Options - HAC options*), siendo elegido como tipo de Kernel *Barlett* y como método de ancho de banda *Newey-West Fixed*. Este mismo criterio se aplicará en otros modelos estimados a lo largo de la presente Tesis.

[87] Véase apéndice nº 8.

Los resultados de los coeficientes del modelo estimado son compatibles con la teoría económica: el ahorro nacional bruto (ANB) muestra una elasticidad positiva, mayor que 1, además de significativa, y por tanto, reacciona con una mayor intensidad y en el mismo sentido ante cambios en el PIBpm (coeficiente = +1,620160; y p-valor = 0,0000). A su vez, el coeficiente de determinación ajustado (*Adjusted* R^2) señala que el 94,085% de las variaciones del LANB se explican por la variable de cambio estructural y las variaciones del LPIB.

Al realizar el mismo proceso en sentido inverso, es decir, desde el LANB hacia el LPIB, los resultados para distintos valores, tanto rezagados como adelantados de la variable LANB son concluyentes: no se logra estimar un modelo cuyos residuos no presenten autocorrelación. Esto es indicativo de la no existencia de una relación causal en esta dirección[88].

Dependent Variable: LPIB
Method: Dynamic Least Squares (DOLS)
Sample (adjusted): 2000Q2 2011Q4
Included observations: 47 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Automatic leads and lags specification (lead=8 and lag=4 based on SIC criterion, max=10)
Long-run variance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LANB	0.647468	0.033154	19.52889	0.0000
C	6.065530	0.426262	14.22958	0.0000
(@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND	0.001845	7.35E-05	25.10429	0.0000

R-squared	0.984309	Mean dependent var	14.41461
Adjusted R-squared	0.976717	S.D. dependent var	0.046825
S.E. of regression	0.007145	Sum squared resid	0.001583
Durbin-Watson stat	1.192628	Long-run variance	8.03E-05

Véase apéndice nº 9, donde se aprecia que los residuos del modelo presentan autocorrelación.

Dependent Variable: LPIB
Method: Dynamic Least Squares (DOLS)
Sample (adjusted): 2001Q2 2011Q4
Included observations: 43 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Fixed leads and lags specification (lead=8, lag=8)
Long-run variance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LANB	0.641764	0.030301	21.17957	0.0000
C	6.142406	0.389466	15.77137	0.0000
(@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND	0.001700	6.71E-05	25.32248	0.0000

R-squared	0.987683	Mean dependent var	14.42155
Adjusted R-squared	0.977509	S.D. dependent var	0.042596
S.E. of regression	0.006388	Sum squared resid	0.000939
Durbin-Watson stat	1.730786	Long-run variance	3.97E-05

Véase apéndice nº 10, donde se aprecia que los residuos del modelo presentan autocorrelación.

[88] El primero de los modelos estimados con el método DOLS (4 *lags* y 8 *leads*), que emplea el criterio de información *Schwarz* seleccionado con la opción automática facilitado por el programa Eviews7, presenta autocorrelación. En los sucesivos modelos estimados se mantienen el número de *leads* seleccionado de forma automática con el criterio de información *Schwarz* y se añaden nuevos retardos manualmente hasta igualar el número de *lags* (8) al de *leads* (8). Todos ellos presentan también autocorrelación.

De este modo, se refuerza la hipótesis de que en la Eurozona la relación de causalidad proviene desde el LPIB hacia el LANB, y no en sentido contrario, aún cuando pudiera existir un cierto grado de endogeneidad entre ambas variables. Los resultados obtenidos para la Eurozona están en línea con el estudio de Mohan (2006) sobre economías avanzadas con ingresos altos del periodo 1960-2001 como Reino Unido, Canadá o Japón, entre otros.

Una vez contrastada la relación que existe en la Eurozona entre la tasa de crecimiento del ANB (LANB) y la tasa de crecimiento del PIBpm (LPIB) desde la entrada del *Euro* estudiamos el comportamiento de la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares (LABH), y su relación con la primera variable (LANB).

Como podemos esperar, la correlación entre el LANB y el LABH[89] en la Eurozona es positiva (+0,2218), aunque inferior a la que mantienen el LANB y el LPIB (+0,6132)[90].

El ahorro bruto de los hogares (ABH) hace referencia fundamentalmente a la parte no consumida de la renta bruta disponible familiar (RBDH), y su papel destaca en el ahorro nacional bruto (ANB) de la economía, según indica el cuadro nº 11:

Cuadro nº 11

ABH s/ ANB	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Media 1999/2012	38,4	46,5	45,5	42,7	44,6

Ahorro bruto de los hogares (ABH) sobre ahorro nacional bruto (ANB). Datos en porcentaje (%). ABH deflactado por IPCA (Base 1999) y ANB por deflactor del PIB (Base 1999). Fuente: Eurostat, BCE, Banco de España y elaboración propia (12.05.14).

Así, la proporción media del ABH sobre el ANB de la Eurozona (44,6%) es similar al que presentan sus principales economías, con la excepción de España, donde es claramente inferior (38,4%).

De este modo, en los periodos de crisis económica más intensa, la proporción relativa del ABH sobre el ANB aumenta en mayor medida, aunque superada esta fase, vuelve a su senda natural. En el caso de España, esta ratio en los momentos de crisis es aún mayor, superando incluso a la de la Eurozona entre 2008/2009, según detalla el cuadro nº 12:

Cuadro nº 12

ABH s/ ANB	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona	44,1	40,9	43,7	46,1	46,8	44,4	43,7	40,5	39,9	44,1	54,9	47,6	44,1	42,9	44,6
España	32,2	33,4	33,1	31,9	34,0	31,9	31,7	29,9	31,7	46,7	64,1	50,4	49,2	37,0	38,4

Ahorro bruto de los hogares (ABH) sobre ahorro nacional bruto (ANB). Datos en porcentaje (%). ABH deflactado por IPCA (Base 1999) y ANB por deflactor del PIB (Base 1999). Fuente: Eurostat, BCE, Banco de España y elaboración propia (12.05.14).

Otro indicador que evidencia el patrón de comportamiento de las familias en relación al ahorro es la tasa de ahorro bruto de los hogares (TABH), y se calcula dividiendo el ahorro bruto de los hogares (ABH) entre su renta bruta disponible (RBDH)[91].

[89] LABH es el logaritmo del ahorro bruto de los hogares (ABH) de frecuencia trimestral, previamente ajustado por el deflactor del IPCA trimestral y desestacionalizado por la metodología Census X12-ARIMA.
[90] Resultados del análisis de correlación ordinario del programa Eviews7.
[91] El denominador de la TABH incluye la RBDH y el ajuste por variación de fondos de pensiones.

Los hogares de la Eurozona, ahorran en media aproximadamente el 14% de su renta bruta disponible entre 1999/2012 con fluctuaciones pequeñas. No obstante, la crisis económica provoca cambios en las decisiones de los hogares europeos, que tienen que adaptarse a la situación. Una de sus decisiones más importantes es, en la medida de lo posible, incrementar el ahorro.

Davidoff (2011) señala que la TABH en la Eurozona aumenta en el año 2009 en mayor medida por el drástico descenso del recurso al crédito, acompañada de un incremento del ahorro por motivo de precaución: el aumento del desempleo y las subidas de impuestos, producidas o previstas por los ciudadanos, están detrás de su comportamiento.

De tal modo, los hogares de la Eurozona, que vienen ahorrando el 14% de su renta bruta disponible (RBDH) durante los años previos al recrudecimiento de las turbulencias financieras, incrementan su tasa de ahorro hasta alcanzar en el año 2009 un máximo del 15,18%.

Este efecto es especialmente notable en algunas economías europeas como, por ejemplo España, al reaccionar sus hogares con miedo a la situación de crisis económica y financiera, al sobreendeudamiento previo, y a la destrucción de empleo.

Así, cuando la renta bruta disponible de los hogares europeos decrece al mayor ritmo de la crisis en los trimestres centrales del año 2009, su consumo también se contrae, pero de una manera mucho más intensa.

Desde entonces, a medida que las tensiones financieras se atenúan, y el PIBpm y la renta bruta disponible de los hogares (RBDH) empieza a mostrar signos de recuperación, los hogares europeos comienzan a incrementar su consumo de una manera paulatina, incluso en mayor medida que lo que lo hace su renta bruta disponible, lo que deriva en un retroceso de su tasa de ahorro.

Así, en el año 2010 el consumo de los hogares de la Eurozona repunta ligeramente y su tasa de ahorro se reduce hasta el 13,82% desde su máximo alcanzado en 2009. A partir de entonces, la tasa de ahorro familiar desciende hasta el 13,03% en el año 2012.

Entre las principales economías de la Eurozona, las tasas de ahorro de los hogares muestran comportamientos dispares: mientras Alemania, Francia e Italia tienen tasas de ahorro en el entorno del 15% o hasta del 16,2%, España no alcanza el 12%, según indica el cuadro nº 13:

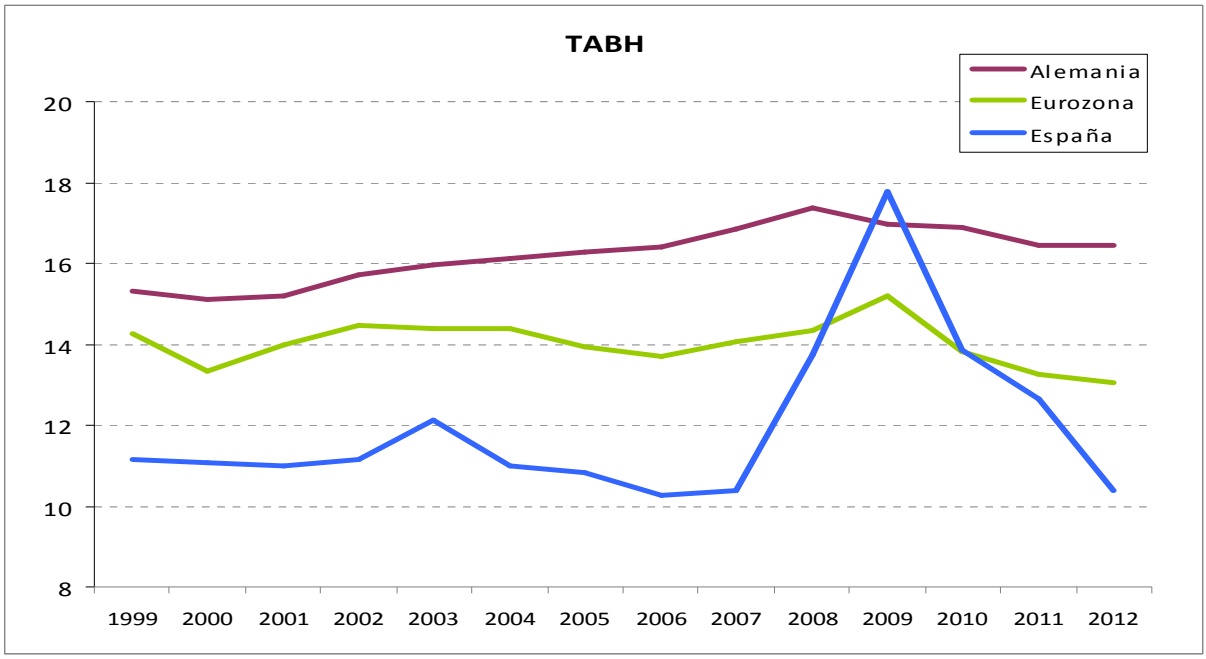
Cuadro nº 13

TABH	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Media 1999/2012	11,95	14,87	15,1	16,22	14,02

Tasa de ahorro bruto de los hogares (TABH). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (12.05.14).

Las diferencias entre Alemania y España son más que evidentes tanto en el porcentaje de ahorro de sus hogares (TABH) como en su tendencia entre 1999/2012, según se observa en el gráfico nº 6:

Gráfico nº 6



Tasa de ahorro bruto de los hogares (TABH). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat, BCE, Banco de España y elaboración propia (12.05.14).

En España, la posición cíclica de la economía afecta a la fluctuación del ahorro de los hogares desde la entrada del *Euro*. No ocurre así en Alemania, como veremos a continuación.

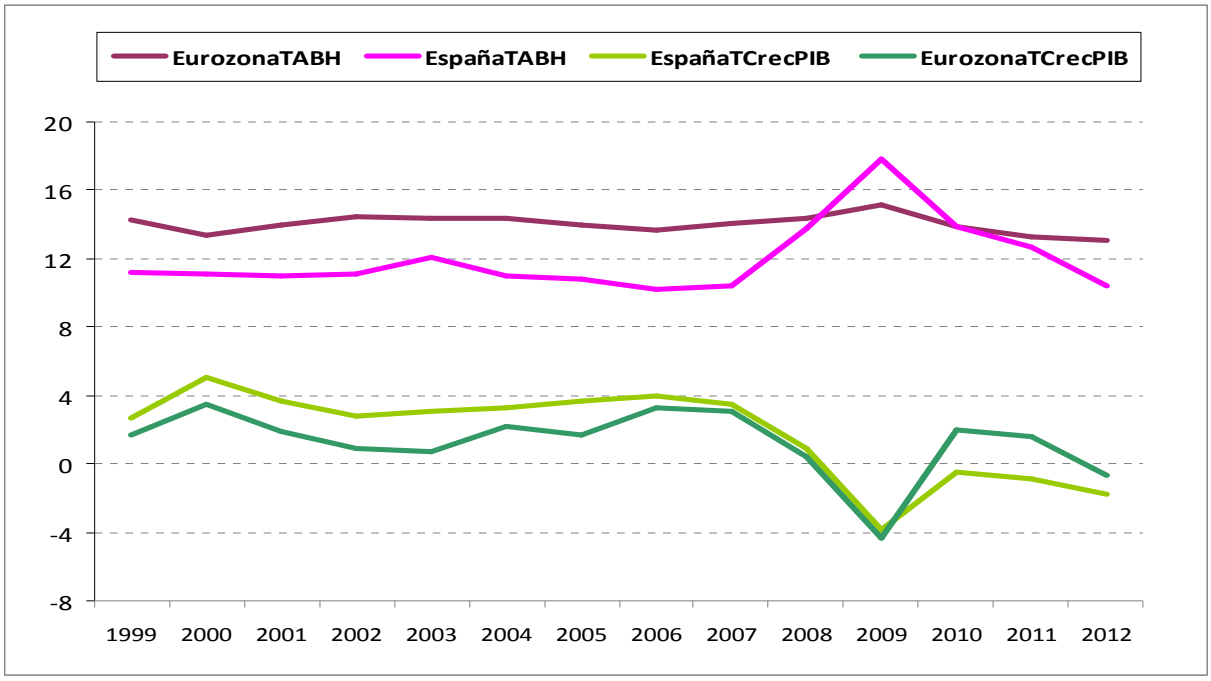
Fernández y Jiménez (2010) indican que la tasa de ahorro de los hogares alemanes, que experimenta una tendencia creciente independiente del ciclo económico, está relacionada con el aumento del ahorro por motivo de precaución para complementar las pensiones públicas mediante modelos de previsión privados. Como es sabido, se prevén a medio plazo dificultades para que el sistema público de seguridad social pueda afrontar el envejecimiento de la población; los ciudadanos hacen bien en intentar complementar de forma adecuada las prestaciones que recibirán, por lo que deben ahorrar más hoy. En esta misma línea, Börsch-Supan y Essig (2005) señalan que los hogares alemanes de edad avanzada, los mayores de sesenta años, ahorran casi con tanto entusiasmo como los hogares comprendidos con edades entre treinta y sesenta años, siendo sus dos motivaciones fundamentales la precaución y la acumulación de prestaciones ante la vejez, con independencia de la deducción fiscal que sea de aplicación en cada momento. En consecuencia, los hogares alemanes canalizan una mayor proporción de sus aportaciones netas en activos financieros hacia seguros y planes de pensiones que los españoles.

En España, el protagonismo de la inmigración reciente es muy superior al resto de las principales economías de la Eurozona. La expansión de las personas en edad de trabajar (de 15 a 64 años), especialmente en los cohortes de 25/30 a 45/50 años, con una gran aportación de población inmigrante tiende a elevar el consumo familiar y la inversión en vivienda (CatalunyaCaixa, 2007). Pese a los importantes cambios demográficos, la tasa de ahorro familiar se muestra estabilizada entre 1999/2007 aunque con una tendencia ligeramente descendente[92]. Ahora bien, cuando la crisis económica se agudiza en mayor medida, la tasa de ahorro de los hogares repunta drásticamente, incluso supera a la Eurozona (17,79% vs 15,18%

[92] La existencia de tipos de interés reales negativos entre 2004/2007 influyen en ella.

respectivamente) en el año 2009. Desde entonces, ésta desciende hasta el 10,36% en 2012. Asimismo, este repunte tan drástico coincide con un descenso en la tasa de crecimiento del PIBpm, según muestra el gráfico nº 7:

Gráfico nº 7



Tasa de ahorro bruto de los hogares (TABH) y TCrecPIBpm: Ajustada por deflactor del PIB (Base 1999). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat, BCE, Banco de España y elaboración propia (12.05.14).

Davidoff (2011) indica que la ruptura en la tendencia de la tasa de ahorro se debe al cambio en la percepción sobre las expectativas económicas de los hogares, lo que favorece la propagación de los problemas financieros a la economía real.

La tasa de ahorro tiende a aumentar en las fases contractivas por el aumento de la incertidumbre en las decisiones de gasto de los hogares, la consideración de los descensos en la renta y riqueza como permanentes o el posible carácter no lineal de la relación entre renta y ahorro (Cuadro-Sáez, 2011).

A partir del año 2007, como hemos comentado anteriormente, la crisis financiera tiene múltiples afectos adversos para las economías familiares: por un lado, un colectivo sobreendeudado sufre el ascenso de los tipos de interés y las restricciones crediticias con dificultades para poder hacer *roll-over* en los préstamos. Además, se produce la depreciación de los activos mobiliarios e inmobiliarios, simultáneamente a una recesión económica que en España tuvo consecuencias brutales en cuanto a la pérdida del empleo y la subida intensa del paro en ciertos colectivos (jóvenes, mayores de 55…) y del tiempo medio necesario para encontrar empleo. Todo ello ha provocado un cambio brusco en el comportamiento de los hogares españoles, que han reducido el gasto en consumo y la formación bruta de capital, con el consiguiente aumento de la tasa de ahorro (Nieto, 2012).

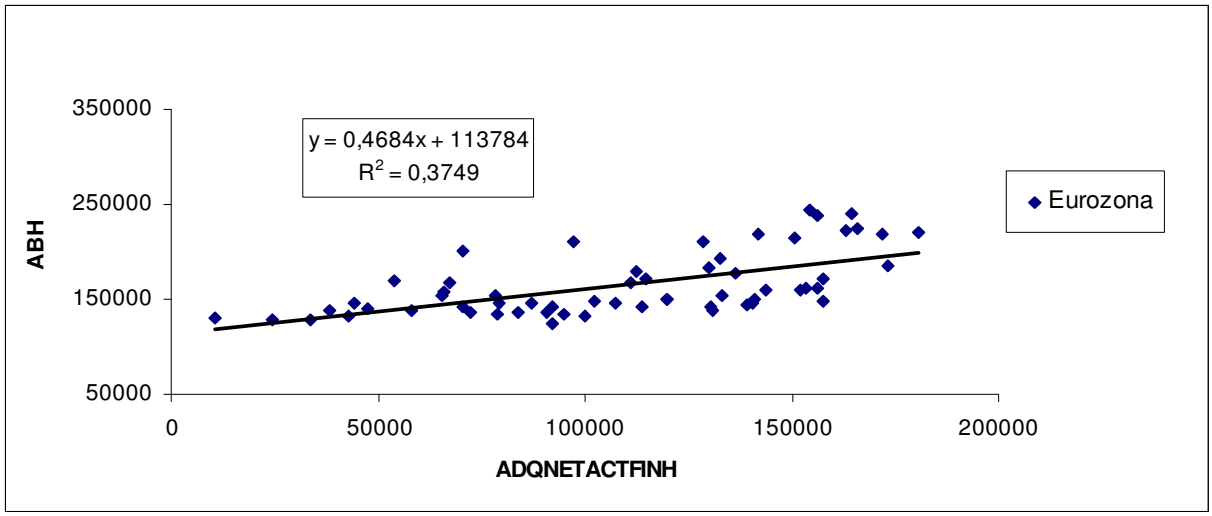
La economía española presentaba en los años previos al estallido de la crisis en 2007 necesidades de capital que se destinaban, en buena medida, al sector inmobiliario. Un reto de la economía española sería convertir el ahorro familiar coyuntural acumulado durante la crisis en ahorro estructural. De tal manera, el sector productivo contaría con financiación nacional y

reduciría su dependencia exterior (García Coto y Calvo, 2011). Sin embargo, las familias, en una típica espiral de *deflación de deuda* han optado por reducir sus deudas, y no por destinar el ahorro generado a inversión en empresas (que, en cualquier caso, y dada la depresión del consumo y la falta de inversión empresarial, hubieran tenido pocas posibilidades de éxito).

Del mismo modo, el ahorro bruto de los hogares (ABH) influye en su adquisición neta de activos financieros (ADQNETACTFIH)[93].

La primera aproximación de esta relación se observa a través del grado de asociación medio y positivo que presentan, puesto que el 37,49% de las variaciones de la ADQNETACTFIH son explicadas por las variaciones del ABH en la Eurozona desde la entrada del *Euro* hasta 2013, según muestra el gráfico nº 8:

Gráfico nº 8



Datos en miles de millones de euros de frecuencia trimestral deflactados por IPCA trimestral. Fuente: Eurostat y elaboración propia (15.05.2015).

No obstante, el modelo hipotético de largo plazo del que se plantea estimar sus parámetros en la presente Tesis sería el siguiente:

$$LADQNETACTFINH_t = \alpha_0 + \beta_1 LABH_t + \beta_2 TDi + u_t$$

Donde $LADQNETACTFINH_t$ = es la variable dependiente del modelo entendida como el logaritmo neperiano de la adquisición neta de activos financieros de los hogares; α_0 = la constante o el término independiente del modelo; β_1 = la tasa de crecimiento de la adquisición neta de activos financieros de los hogares ante cambios del 1 por ciento del ahorro bruto de los hogares; $LABH_t$ = la variable independiente del modelo entendida como el logaritmo neperiano del ahorro bruto de los hogares; β_2 = el parámetro que acompaña a TDi que indica la variación porcentual en la tendencia de la tasa de crecimiento de la adquisición neta de activos financieros de los hogares desde la fecha de cambio estructural (2007Q3) en adelante incluida en el modelo; T = la variable de tendencia determinística incluida en el modelo; Di = una variable ficticia que toma valor 0 entre 1999Q1 y 2007Q2, y valor 1 entre 2007Q3 y 2013Q4; u_t = la perturbación aleatoria del modelo.

[93] Adquisiciones netas de activos financieros: Aportaciones menos reembolsos de activos financieros.

Siguiendo los pasos previos dados anteriormente, las series de datos trimestrales de ADQNETACTFINH y ABH se deflactan[94], se desestacionalizan[95], y se transforman logarítmicamente[96] para posteriormente contrastar su estacionariedad.

Los resultados de las pruebas de estacionariedad permiten concluir que no existe evidencia suficiente para rechazar que LADQNETACTFINH y LABH son integrables de orden uno, I(1), según detallan los cuadros ADF, PP, KPSS y PerronSB[97].

Una vez contrastada su estacionariedad, se contrasta su relación de equilibrio a largo plazo mediante el test de *Johansen*, aunque previamente se determina el número de rezagos adecuados aplicando 4 como número máximo con el criterio de selección del modelo VAR (*VAR Lag Order Selection Criteria*)[98] seleccionando *Schwarz* (*SC*) como criterio de información, según se ha justificado anteriormente. Este criterio indica que deben emplearse 2 como número de rezagos adecuados.

El test de *Johansen* (1991, 1997)[99] observa que existe, al menos, un vector de cointegración, incluyendo la presencia de un único cambio estructural en la tendencia a partir del tercer trimestre de 2007 (2007Q3) en adelante como variable exógena, según la justificación dada anteriormente (crisis financiera).

El test de *Hansen* (1992)[100] confirma también esta relación de cointegración entre LADQNETACTFINH y LABH en la Eurozona debido a su probabilidad mayor de 0,2, además de acreditar la presencia de una tendencia aleatoria.

A continuación se realiza una estimación de la ecuación de cointegración de LADQNETACTFINH y LABH en la Eurozona mediante la aplicación del método DOLS:

Dependent Variable: LADQNETACTFINH
Method: Dynamic Least Squares (DOLS)
Sample (adjusted): 1999Q3 2013Q4
Included observations: 58 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Automatic leads and lags specification (lead=0 and lag=1 based on SIC criterion, max=10)
Long-run variance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LABH	2.281558	0.276011	8.266175	0.0000
C	-15.61934	3.312008	-4.715974	0.0000
(@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND	-0.011477	0.000682	-16.82448	0.0000

R-squared	0.818006	Mean dependent var	11.54775
Adjusted R-squared	0.804270	S.D. dependent var	0.298522
S.E. of regression	0.132070	Sum squared resid	0.924455
Durbin-Watson stat	2.309541	Long-run variance	0.013424

[94] En las series se aplica previamente el deflactor del IPCA trimestral para neutralizar los efectos de la inflación desde el primer trimestre de 1999 (1999Q1) hasta el cuarto trimestre de 2013 (2013Q4). Ver apéndice nº 11.
[95] Método Tramo/Seats (Eviews7).
[96] Logaritmos neperianos. Véanse apéndices nº 12 y 13.
[97] Véase apéndice nº 14.
[98] Véase apéndice nº 15.
[99] Véase apéndice nº 16.
[100] Véase apéndice nº 17.

El modelo estimado con la opción automática del criterio de información de *Schwarz* facilitado por Eviews7 selecciona 1 *lag* y 0 *leads*. Los residuos del modelo no presentan autocorrelación, su distribución es normal, y no muestran heterocedasticidad[101]. Asimismo, el modelo contempla la inclusión de una variable dicotómica o ficticia desde el tercer trimestre del año 2007 en adelante a raíz de la crisis financiera (explicada con antelación) que muestra la reducción leve pero significativa de la variación porcentual en la tendencia de la tasa de crecimiento de la adquisición neta de activos financieros de los hogares (LADQNETACTFINH) (coeficiente = -0,011477; p-valor = 0,0000).

Los resultados de los coeficientes del modelo estimado son compatibles con la teoría económica: la adquisición de activos financieros de los hogares (LADQNETACTFINH) muestra una elasticidad positiva, mayor que 1, además de significativa, y por lo tanto, reacciona con mayor intensidad y en el mismo sentido ante los cambios en el LABH (coeficiente = +2.281558; y p-valor = 0,0000). A su vez, el coeficiente de determinación ajustado (*Adjusted* R^2) señala que el 80,4270% de las variaciones del LADQNETACTFINH se explican por la variable de cambio estructural y las variaciones del LABH.

Una vez contrastada la relación de causalidad positiva y significativa del ahorro de los hogares hacia la adquisición neta de sus activos financieros[102] resulta adecuado exponer, primeramente, las más destacadas motivaciones del ahorro y teorías sobre el mismo. Así, podremos identificar posteriormente los principales determinantes del ahorro.

[101] Véase apéndice nº 18.

[102] Esta relación no se contrasta en sentido contrario, puesto que el sentido de la misma proviene desde el ahorro hacia la adquisición de activos financieros y no al revés.

2) Motivaciones y teorías del ahorro

Mischel y Ebbesen (1970) demostraron en su experimento de los malvaviscos (*marshmallows*) hace más de tres de décadas que la mayoría de individuos prefieren resultados inmediatos antes que a largo plazo, aunque sean más beneficiosos, porque el ser humano es tremendamente impaciente, y no entiende ni controla el tiempo de espera.

Esta impaciencia del individuo condiciona su comportamiento, de tal manera que, la decisión de ahorrar implica no destinar toda la renta disponible al consumo. En términos generales, esta decisión se produce cuando los agentes económicos prefieren posponer su consumo y no satisfacer sus necesidades de forma inmediata (Bahmani-Oskooee, Galindo y Niroomand, 1998).

Sin embargo, existen motivaciones y teorías que justifican el ahorro que permiten neutralizar, al menos parcialmente, la impaciencia que manifiesta el ser humano.

En primer lugar, Keynes (1936) propuso la hipótesis de la renta absoluta, en la que el individuo determina la parte de su renta actual que destina al consumo en función de una ley psicológica fundamental: cuanto mayor sea la renta, mayor será el ahorro. Por tanto, siguiendo esta teoría, la propensión media al ahorro debería ser creciente con el nivel de renta (y la propensión media al consumo decreciente).

Aunque los primeros estudios empíricos fueron favorables a esta formulación, pronto surgieron problemas empíricos y errores de predicción (Lera, 1997). A finales de la década de los cuarenta se produjeron los primeros contrastes de la hipótesis keynesiana que no confirmaban sus planteamientos (Hernández, 1993).

Kuznets (1946), Goldsmith (1951) y Denison (1955), entre otros autores, mostraron la debilidad de la explicación anterior, dado que basa la decisión del individuo en la renta actual sin considerar el futuro. Otras teorías completan la hipótesis keynesiana, al incluir otros factores explicativos adicionales a la renta presente (Izquierdo, 2000).

En este sentido, la hipótesis de la renta relativa (Duesenberry, 1949) se basa en el *efecto demostración*[103], y afirma que la demanda agregada de consumo depende de la renta relativa de los consumidores y no de su renta absoluta. El continuo contacto con los bienes que consumen los individuos del grupo con el que se relaciona el consumidor provoca un aumento de la parte de la renta destinada al consumo, por su afán de *competir* en consumo, lo que conlleva una disminución del ahorro.

El efecto demostración resulta insuficiente para explicar en su totalidad el afán de consumir más que se ha producido en las economías modernas: otros cambios, como el auge de la publicidad con su creciente poder de influencia sobre los hábitos de consumo de los individuos, o el perfeccionamiento de los medios de comunicación, que potencian el impacto de la publicidad y ponen en continuo contacto a personas de todas las partes del mundo con patrones de consumo muy específicos (alto nivel de gasto y bajo ahorro) o, también, el que la mujer se haya equiparado al hombre en su desempeño de actividades económicas, han tenido su influencia en esta transformación (Hernández, 1993).

[103] Éste se produce cuando un individuo o grupo de individuos pretende equiparar su nivel de consumo al de su entorno social, o incluso al de una clase social más pudiente.

Una segunda motivación es la redistribución de los recursos para el consumo en el tiempo, especialmente enfocado a aliviar los períodos de bajos ingresos especialmente predecibles como es, por ejemplo, la jubilación. Otras circunstancias que reducen de forma notable los ingresos, pero que no son tan predecibles, como un despido o una enfermedad grave no generan un efecto ahorro previo tan acusado.

En este ámbito destacan varias teorías:

En primer lugar, está la hipótesis del ciclo vital (Modigliani y Brumberg, 1954; Ando y Modigliani, 1963). Estos autores observan que el ahorro permite mantener constante el consumo aunque la renta varíe sistemáticamente en las fases del ciclo vital. De tal modo, es probable que el individuo se endeude en la juventud, ahorre en la etapa central de la vida, y utilice este ahorro para mantener su patrón de consumo durante la jubilación. En este sentido, Santillán (1997) señala que uno de los principales determinantes a la hora de fijar el nivel de ahorro es la etapa de la vida en la que se encuentra la persona. El nivel de consumo hasta mediados del ciclo de vida es creciente, y posteriormente constante (Paxson, 1996; Demery y Duck, 2001; Lise, 2001) o incluso decreciente (Attanasio y Weber, 1994; Lin, 2000; Attanasio y Paiella, 2001; Banks y Rohwedder, 2001; Gibson y Scobie, 2001; Fernandez-Villaverde y Krueger, 2007). En esta misma línea, Uxó (2010) indica que el ahorro permite distribuir el consumo en función de la renta futura de forma homogénea en toda la vida, y que también ayuda a protegerse ante el riesgo de crisis económicas.

Lera (1996) afirma que esta teoría permite mantener el consumo deseado en la etapa final de la vida. Ahora bien, no contempla la influencia que sobre el ahorro tiene el efecto generacional (Deaton y Paxson, 2000). Por lo tanto, no explicaría por qué el ahorro en muchas áreas desarrolladas está reduciéndose de forma continuada desde los años 70. Tampoco contempla otras variables sociodemográficas muy relevantes en la toma de decisiones, como pueden ser el número de hijos o la esperanza de vida, ni las diferencias sustanciales en las pautas de ahorro existentes entre las diferentes generaciones[104] (Feldstein, 1974; Deaton y Paxson, 1994; Bloom, Canning y Graham, 2003).

Este modelo anticiparía un ahorro negativo en la jubilación porque los ingresos son sensiblemente inferiores a los de la vida laboral, sin tomar en consideración otros condicionantes como la incertidumbre o la motivación dinástica es decir, la motivación que sienten muchas personas por dejar un importante legado a sus herederos o a obras sociales (Alegre y Pou, 2008).

Otro enfoque complementario es el de la hipótesis de la renta permanente (Friedman, 1957). Friedman observa que la renta se distribuye de manera uniforme durante toda la vida con variaciones transitorias. La *renta permanente* se define como la renta media, y la *renta transitoria* como una desviación aleatoria con respecto a su media. Dado que, según Friedman, la propensión media al consumo a largo plazo es constante, la variación de la *renta permanente* tendería a trasladarse al consumo, mientras que la variación de la *renta transitoria* se dirigiría al ahorro. Así, por ej., ante una caída de la *renta permanente*, el individuo intentará, en el corto plazo, mantener el nivel de consumo deseado, si bien, en el largo plazo, tendrá que adaptarlo a la nueva situación, con una *renta permanente* menor.

[104] Una persona de 25 años en el año 2014 no ahorra lo mismo que la anterior generación (que tuvo 25 años a mediados de los ochenta).

En la mayoría de países desarrollados, durante la segunda mitad del siglo XX la renta permanente de las generaciones jóvenes ha sido superior a la de las precedentes. Además, cuanto mas reciente sea la generación occidental que analizamos, más elevado será su nivel de consumo (Attanasio, 1994; Attanasio y Weber, 1994; Deaton y Paxson, 1994; Paxson, 1996; Lin, 2000; Banks y Rohwedder, 2001; Demery y Duck, 2001; Lise, 2001; Fisher y Johnson, 2003; Miniaci, Monfardini y Weber, 2003). En cualquier caso, es cuestionable que esta tendencia se mantenga en la actualidad para las generaciones más jóvenes.

Otra hipótesis esclarecedora es la del paseo aleatorio (Hall, 1978). El paseo aleatorio se fundamenta en que el individuo utiliza la información disponible a su alcance para predecir su renta. Por tanto, su nivel de consumo dependerá de las expectativas que tenga recientemente sobre ella. En este sentido, sólo los cambios imprevistos en renta y riqueza, que alteren la renta permanente esperada, modificarán el consumo, y en modo alguno los cambios previstos, dado que han sido agregados como información en las expectativas de la renta permanente.

Las restricciones de liquidez son otra motivación adicional para tomar la decisión de ahorrar. La hipótesis de la elección intertemporal (Fisher, 1930) observa que el consumidor es previsor, y elige el consumo que maximiza su satisfacción a lo largo de la vida. No obstante, la elección del consumidor está sujeta a la restricción presupuestaria intertemporal: los ingresos del individuo en cada período son menos relevantes, ya que el individuo puede ahorrar o endeudarse entre períodos, transfiriendo consumo de unos períodos a otros. Sin embargo, cuando se enfrenta a restricciones crediticias, puede no ser capaz de aumentar el consumo presente, a pesar de que, racionalmente, está fuera su opción preferida, ya que dadas sus expectativas optimizaría su utilidad endeudándose.

Una cuarta motivación relevante para generar ahorro, es la solidaridad. Ésta se manifiesta de forma habitual en la transferencia de fondos a la siguiente generación (herencias, donaciones, legados, regalos...). En la hipótesis del altruismo intergeneracional (Barro, 1974), el individuo considera el consumo de los descendientes como propio, y la transferencia de fondos es voluntaria, fruto del afecto, deseada. Esta solidaridad se traduce en un ahorro notablemente superior al que se puede explicar por precaución o por razones estratégicas.

En esta línea, Kotlikoff y Summers (1981, 1986) sostienen que la hipótesis del ciclo vital no explica el volumen de riqueza acumulada, ni la transmitida de una generación a otra. Por ello, se debe completar con un motivo herencia al observar que en Estados Unidos entre 1900/1974 alrededor del ochenta por ciento de la riqueza acumulada de los hogares estaba causada por transferencias intergeneracionales. Lera (1996) sostiene que el deseo de dejar una herencia es una razón adicional que explica que los jubilados no consuman sus ahorros previos, o que lo hagan en menor medida de lo esperado.

Asimismo, García-Durán (1992) al analizar el comportamiento del ahorro en la Encuesta de Presupuestos Familiares realizada en 1981 en España indica que alrededor de la mitad del stock de la riqueza familiar era heredada, obedeciendo el resto al ciclo vital. La evidencia más reciente es coherente con esta percepción (Piketty, 2013): por ejemplo, seis de las diez personas más ricas de Estados Unidos en 2013 habían recibido su riqueza a través de herencias (Krugman, 2014).

Una quinta motivación importante es generar fondos para hacer frente a situaciones inesperadas o emergencias. Hayashi, Ando y Ferris (1988), Avery y Kennickell (1991), y Maddison (1992) se muestran en contra de la hipótesis del ciclo vital, argumentando que los

mayores de sesenta y cinco años ahorran, probablemente por su deseo de dejar una herencia, aunque también se puede deber a una mayor sensibilidad ante la posible existencia de problemas económicos futuros. En este sentido, podemos entender que, al ser tanto la fecha del fallecimiento como las condiciones del mismo desconocidas, las personas se preparan para escenarios con mucho gasto aunque sean poco probables (longevidad mayor que la media, y gasto por enfermedad o cuidados elevado). Existe un comportamiento bien documentado de aversión al riesgo, y un cierto sesgo de supervivencia: podemos conocer historias de personas que alcanzan edades muy avanzadas con pocos recursos, o con enfermedades que exigen cuidados costosos y que superan sus ahorros previos y los ingresos procedentes de la jubilación, generando en quienes conocen la historia un incentivo para ahorrar más. Quizás tengamos menos noticia, o prestemos menos atención, a quienes fallecen mucho antes de lo que preveían, o sin haber incurrido en grandes gastos de cuidado, y que no han consumido la mayoría de sus ahorros. En este sentido, como protección frente al poco probable escenario de mucho gasto, la mayoría de las personas ahorran más de lo que finalmente llegan a necesitar, dejando ese excedente como una herencia no planificada.

La teoría del ahorro por precaución considera que el comportamiento individual está condicionado por la incertidumbre del futuro. Destacan, por ejemplo, las situaciones de enfermedad, discapacidad laboral, desempleo o muerte. La intensidad varía fundamentalmente en función de la edad del individuo, su situación socioeconómica y su carácter más o menos prudente.

Para Lera (1996), la precaución es la principal motivación del ahorro. Así, los individuos ahorran para asegurarse ante acontecimientos imprevistos (Alvira y García, 1997). Ante la incertidumbre del momento de la muerte, las personas prefieren reducir el consumo, incluso aumentar el ahorro, antes que tener que depender de los hijos o la beneficiencia (Yaari, 1965 y Davies, 1981).

Los gastos extraordinarios relacionados con la salud conducen a que los individuos ahorren antes y durante la jubilación con la finalidad de cubrir estos imprevistos. Lógicamente, el aumento de la protección sanitaria de los ancianos reduce la necesidad de que las personas cubran esa situación, recortando el ahorro de los aún no retirados (Kotlikoff, 1989a y Cutter, Poterba, Sheiner y Summers, 1990). Cuando existe un Estado de Bienestar que asegura plenamente al individuo ante cualquier contingencia como la jubilación, el desempleo, etc., las teorías del ciclo vital y del ahorro preventivo se muestran menos eficaces para explicar el comportamiento ahorrador (Izquierdo, 2000). En esas circunstancias, las razones para el ahorro serán otras.

La propensión a desahorrar de la población de mayor edad es menor que la que predice la hipótesis del ciclo vital, debido a recuerdos de turbulencias económicas del pasado o a motivaciones de legado, con el objetivo de dejar una herencia a la siguiente generación u obras sociales (Beckmann, Hake y Urvova, 2013).

Gough (2011) considera que el efecto de la precaución sobre la motivación del ahorro es significativo (junto a otras variables). De igual modo, este motivo precautorio es conforme con el modelo del ciclo vital.

Sin embargo, las teorías del ciclo vital y del ahorro preventivo se muestran menos eficaces cuando existe un Estado de bienestar que asegura plenamente al individuo ante cualquier contingencia como la jubilación, el desempleo (Izquierdo, 2000). De hecho, la importancia

del ahorro para garantizar la seguridad financiera familiar es ampliamente reconocida por investigadores y profesionales (Rha, Montalto y Hanna, 2006).

La sexta motivación es la acumulación de fondos líquidos destinados a adquirir activos materiales como bienes raíces y/o de consumo duradero, o también a actividades de emprendimiento e inversión en empresas, aún cuando puedan ser realizadas mediante financiación ajena. En este sentido, el medio empleado depende de una serie de condicionantes como pueden ser los hábitos sociales, el desarrollo del sistema financiero y/o los tipos de interés vigentes.

Otra motivación adicional, identificada en el estudio empírico sobre el comportamiento financiero de los hogares y su satisfacción global con la industria de fondos de inversión realizado en el tercer bloque de la presente Tesis, es la rentabilidad financiero-fiscal, particularmente relevante entre los hogares que invierten en fondos de inversión.

Como es lógico, todas las motivaciones anteriores se entremezclan, y estarán presentes en mayor o menor medida en cada uno de los individuos de la sociedad, haciendo del ahorro una variable heterogénea a través de la sociedad (Shunk, 2009). Así, no es posible explicar los comportamientos del ahorro de los miembros de una población en un tiempo determinado mediante una única motivación (Browning y Lusardi, 1996). El peso relativo de estas motivaciones no solamente dependerá de las preferencias de los individuos, sino también de su evolución, dado que los horizontes temporales que manejan en sus previsiones de ahorro irán modificándose a lo largo de su vida (Fisher y Montalto, 2010).

Como vemos, el comportamiento del ahorro de los hogares presenta diversas motivaciones que lo pueden justificar recogidas en diferentes teorías sobre el ahorro. Además, estas motivaciones se presentan en diversos grados de forma simultánea.

El ahorro está también influido por *modas* y por cambios sociales en la percepción de los comportamientos correctos. De tal forma, el ahorro era considerado antes de la crisis de 2007/2008 en algunos países como la consecuencia de un estilo de vida anticuado, conservador y poco amigo de la asunción de riesgos, y se relacionaba con el sacrificio, la abnegación o la privación. Sin embargo, con la crisis se considera positivo, inteligente, aspiracional, y vinculado al logro emocional y no a la renuncia material (Nieto, 2012).

En este sentido, la visión económica del ahorrador en detraer consumo presente para materializarlo en tiempos futuros se convierte en una necesidad debido al contexto económico actual (Bernal y Mínguez, 2014).

En España, según el III Barómetro del Ahorro del Observatorio Inverco (2013), los principales motivos de ahorro de los hogares son poder contar con capital para cubrir imprevistos (46%) y complementar la jubilación (25%).

3) Determinantes del ahorro familiar

Una vez fijadas las diferentes teorías que explican parcialmente el ahorro, debemos analizar las variables que determinan que este ahorro sea mayor o menor.

Los determinantes del ahorro familiar influyen en el comportamiento ahorrador, y lógicamente, también en su comportamiento financiero, según se desprende del estudio empírico realizado en el tercer bloque la Tesis, que estudia su comportamiento financiero desde tres aspectos relevantes para la industria de fondos de inversión: su comportamiento ahorrador, su conocimiento financiero y su perfil inversor.

En este sentido, la literatura económica observa desde hace décadas que las decisiones domésticas sobre el ahorro están condicionadas por una amplia gama de variables.

La decisión de los hogares en la asignación de recursos entre el consumo presente y el futuro depende, entre otros factores, de la rentabilidad, del precio de los activos, de la fiscalidad, de la inflación, de los tipos de interés, de la renta disponible o de la tasa de desempleo (Motley, 1982).

No obstante, Gatt (2014) indica que todas ellas se categorizan en cuatro factores principales: financieros, demográficos, fiscales y precautorios.

En efecto, Horioka (1990) identifica alrededor de treinta variables que presentan cierta influencia en el ahorro de los hogares. Entre ellos, destacan factores culturales, como la tradición o el grado de aversión al riesgo; factores demográficos y socioeconómicos, como la estructura de edades de la población, la esperanza de vida, la desigualdad en la distribución de los ingresos, la proporción de la población empleada por cuenta propia, la proporción de la población universitaria, la proporción de la población mayor de sesenta y cinco años que está ocupada, es decir, laboralmente activa, la dificultad en el acceso al crédito o la fecha de jubilación que sea establecida; factores de política gubernamental, como la fiscalidad o los beneficios de la seguridad social; factores económicos, como el crecimiento de la economía, los precios del sector inmobiliario, la inflación o la rentabilidad de las inversiones en activos financieros y no financieros, entre otros.

Otros autores como Schmidt-Hebbel, Webb y Corsetti (1994) consideran que la renta y el patrimonio influyen de una forma evidente en el ahorro de los hogares.

Doshi (1994) determina que las variables que determinan la tasa de ahorro son la población menor de catorce años, la mayor de sesenta y cinco, la esperanza de vida y el producto nacional bruto per cápita.

Masson, Bayoumi y Samiei (1996) concluyen que la demografía, el crecimiento económico y, en menor medida, los tipos de interés son determinantes de la tasa de ahorro privado.

El crecimiento de los ingresos, la demografía y las políticas públicas sobre fiscalidad y seguridad social son los principales determinantes del ahorro familiar, aunque otras variables como son la inflación, el desempleo, la tasa de interés real o la desregulación financiera juegan también su rol (Callen y Timann, 1997).

El nivel de renta y riqueza, la confianza, la fiscalidad, los tipos de interés y la edad destacan entre las múltiples variables que influyen en el ahorro familiar (Izquierdo, 2000).

Bérubé y Côté (2000) indican como principales determinantes el tipo de interés real, la inflación, la recaudación fiscal sobre PIB y la riqueza neta familiar sobre su renta disponible.

La edad y los ingresos tienen importancia en la explicación del ahorro familiar. No obstante, existen otros determinantes del ahorro que se relacionan sistemáticamente con la tasa de ahorro como la riqueza, el tamaño y la composición de los hogares, y la educación (Butelmann y Gallego, 2000, 2001).

Las tasas de interés reales a largo plazo, la flexibilidad en el acceso al crédito, el valor de los activos, la inseguridad en el empleo, los impuestos y la estabilidad macroeconómica condicionan el ahorro familiar (Berry, Williams y Waldron, 2009).

Kim (2010) analiza distintas variables internas y externas que afectan al ahorro personal, y observa una dependencia elevada con relación a la renta personal, la fiscalidad, el endeudamiento y el empleo.

El ahorro depende del grado de desarrollo financiero, la política fiscal, la inflación, la reacción del consumo ante los cambios de los tipos de interés o los aspectos culturales (Gutiérrez-Doménech, 2011).

Las variables que presentan una mayor significatividad en la explicación de la tasa de ahorro familiar son el tipo de interés real, la población con educación superior, la población considerada dependiente (aquella que no está en edad de trabajar, como jóvenes y jubilados), la renta disponible familiar y la confianza del consumidor (Gough, 2011).

La renta, la edad y la educación de la población son variables influentes en el ahorro (Beckmann, Hake y Urvova, 2013).

A pesar de que variables como el desempleo, la renta disponible, la riqueza financiera y no financiera, las expectativas económicas o los tipos de interés determinan el nivel de ahorro familiar, no existe una explicación única de su comportamiento por ser las variables que le influyen numerosas y complejas (Nieto, 2012).

La presente Tesis selecciona como determinantes del ahorro de los hogares una serie de variables conectadas directa o indirectamente con las siguientes teorías explicativas del ahorro: la hipótesis del ciclo vital (Modigliani y Brumberg, 1954; Ando y Modigliani, 1963), la renta permanente (Friedman, 1957), el paseo aleatorio (Hall, 1978), y la motivación precautoria. El cuadro nº 14 detalla sus principales determinantes:

Cuadro nº 14

3.1) Presión fiscal
3.2) Renta disponible familiar
3.3) Riqueza neta familiar
3.4) Estructura poblacional
3.5) Situación laboral
3.6) Tipo de interés real
3.7) Confianza

Desde el punto de vista del ahorro familiar, el estudio previo de estas siete variables, encuadradas todas ellas entre los cuatro factores principales identificados por Gatt (2014), posibilitará posteriormente la especificación de un modelo de ahorro en los hogares de la Eurozona que nos permitirá constrastar la influencia de cada una de ellas de forma conjunta en el ahorro familiar, y así, entender mejor el comportamiento de los hogares al respecto.

3.1) Presión fiscal

En Europa, la presión fiscal[105] es la más elevada a nivel mundial al asumir políticas de cohesión social destinadas a todos los ciudadanos mediante la financiación pública de pensiones y de servicios de sanidad y educación. Aunque este indicador parece evolucionar hacia la convergencia, existen diferencias entre los propios Estados europeos, ya que dependen de las opciones elegidas a la hora de financiar bienes y servicios públicos (Ruiz-Huerta et al., 2011).

Efectivamente, la presión fiscal media de la Eurozona entre 1999/2012 supera a las principales economías del Mundo como son Estados Unidos, Japón, Canadá, Australia o Reino Unido, según indica el cuadro nº 15:

Cuadro nº 15

Presión fiscal s/PIBpm	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Estados Unidos	28,1	28,4	27,4	25,1	24,6	24,7	26,1	26,8	26,9	25,4	23,3	23,7	24,0	24,4	25,6
Japón	25,9	26,6	26,8	25,8	25,3	26,1	27,3	28,1	28,5	28,5	27,0	27,6	28,6	29,5	27,3
Australia	29,8	30,4	28,9	29,8	29,9	30,3	29,9	29,5	29,6	27,0	25,8	25,6	26,3	27,3	28,6
Canadá	35,7	34,9	34,3	32,8	32,7	32,5	32,3	32,6	32,3	31,6	31,4	30,5	30,4	30,7	32,5
Reino Unido	34,5	34,7	34,7	33,3	32,9	33,4	33,8	34,4	34,1	34,0	32,3	32,8	33,6	33,0	33,7
OCDE	34,2	34,3	33,9	33,6	33,5	33,4	34,0	34,1	34,2	33,6	32,7	32,8	33,3	33,7	33,7
Eurozona	41,4	41,1	40,1	39,7	39,6	39,3	39,5	40,1	40,1	39,7	39,2	39,1	39,6	40,5	39,9

Presión fiscal sobre PIBpm: Impuestos y contribuciones sociales efectivas sobre PIBpm (%). Fuente: OCDE (Estados Unidos, Japón, Canadá, Australia y Reino Unido), Eurostat (Eurozona) y elaboración propia (07.03.14).

De tal modo, la distancia media entre Estados Unidos (25,6%) y la Eurozona (39,9%), en línea con lo apuntado anteriormente por Ruiz-Huerta et al. (2011), no sorprende en absoluto fruto de los distintos modelos de cohesión social que aplican sus administraciones públicas.

Asimismo, se observan también ciertas diferencias, aunque en menor medida, en las principales economías de la Eurozona: Francia (43,6%) e Italia (41,9%) se sitúan por encima de la media europea (39,9%), Alemania (39,5%) cerca de la media y España por debajo (33,9%). El cuadro nº 16 muestra su evolución:

Cuadro nº 16

Presión fiscal s/PIBpm	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Alemania	41,7	41,7	39,8	39,3	39,5	38,6	38,6	38,9	39,0	39,1	39,7	38,2	38,8	39,4	39,5
Francia	44,9	44,2	43,8	43,3	43,1	43,3	43,8	44,1	43,4	43,2	42,1	42,5	43,7	45,0	43,6
Italia	42,0	41,5	41,2	40,5	41,0	40,4	40,1	41,7	42,8	42,7	43,0	42,6	42,5	44,0	41,9
España	33,8	34,1	33,7	34,1	33,9	34,8	35,9	36,8	37,1	32,9	30,7	32,2	31,8	32,5	33,9

Presión fiscal sobre PIBpm: Impuestos y contribuciones sociales efectivas sobre PIBpm (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (07.03.14).

Mientras la presión fiscal se agudiza en España en el periodo 2002/2007, permanece prácticamente estable a nivel europeo. Sin embargo, la crisis económica reduce

[105] La presión fiscal se define como el conjunto de impuestos y cotizaciones sociales recaudados durante un año expresado como proporción del PIBpm del mismo año, y su nivel dependerá de la política fiscal que sea aplicada en cada momento por las autoridades fiscales.

sustancialmente los ingresos de la hacienda pública española, lo que supone una fuerte disminución de la presión fiscal, muy superior a la europea (Briones, 2011).

Ahora bien, el incremento de la presión fiscal en España en las tres últimas décadas ha permitido financiar su proceso de modernización y desarrollo, alineándose de esta manera con los estándares medios de los países europeos. Algunos autores afirman que la necesidad de fortalecer Europa elevará, probablemente, las exigencias para alcanzar una progresiva unificación fiscal, tanto en la imposición directa como en la indirecta, con lo que es esperable que la presión fiscal aumente en los próximos años (López del Paso, 2012).

Aún cuando se intenta utilizar el sistema fiscal a nivel europeo para impulsar la actividad económica de manera expansiva y anticíclica, como consecuencia de la crisis económica arrastrada desde el año 2007, el margen para mantener a medio plazo las políticas de estímulo fiscal se reduce ante la necesidad de consolidar las cuentas públicas. Así, la Comisión Europea ha establecido estos últimos años la necesidad prioritaria de la reducción del déficit público a niveles sostenibles mediante los recortes en el gasto público y el aumento de impuestos. En consecuencia, las políticas de estímulo fiscal han sido transformadas en planes de austeridad en un periodo de tiempo relativamente corto (Ruiz-Huerta et al., 2011), aunque también a medida que se van cumpliendo los objetivos de consolidación de las cuentas públicas establecidos, se trata de relanzar de nuevo la inversión para impulsar el crecimiento, el empleo y la competitvidad en los Estados miembros de la Unión Europea.

Un claro ejemplo de ello es el denominado *Plan Juncker*, que prevé para el periodo 2015/2017 una inversión pública-privada de tres cientos mil millones de euros, si bien este plan no supondrá un aumento de la la deuda pública, sino que se financiará recurriendo a los fondos estructurales europeos y a los instrumentos del Banco Europeo de Inversiones, lo que es perfectamente compatible con los criterios de consolidación fiscal establecidos hasta la fecha.

Cuadro nº 17

Presión fiscal s/PIBpm Media 1999/2012	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Trabajo	16,5	20,7	22,5	22,6	20,8
Consumo	9,3	10,5	11,3	10,6	10,9
Capital	8,8	10,5	10,0	6,0	8,3

Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (03.05.14).

Según indica el cuadro nº 17, el trabajo representa alrededor de la mitad de la presión fiscal europea, seguida por el consumo y el capital. Entre las principales economías de la Eurozona no existen diferencias significativas en el reparto de la presión fiscal.

No obstante, al haber niveles de presión fiscal diferentes, también la presión sobre el trabajo es distinta en las principales economías de la Eurozona. La presión fiscal media sobre el trabajo en Alemania y Francia es notable (22,6% y 22,5% del PIBpm, respectivamente), superior a la existente en Italia (20,7%) y, especialmente, en España (16,5%).

Asimismo, los tipos implícitos[106] evolucionan de la siguiente manera, según se observa en el cuadro nº 18.

[106] Tipo de gravamen medio al que tributan las rentas del trabajo, el gasto en consumo y las rentas del capital.

Cuadro nº 18

Tipos implícitos	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona															
Trabajo	39,2	38,3	38,0	37,8	37,7	37,4	37,3	37,6	37,9	38,0	37,4	37,4	37,7	38,5	37,9
Consumo	20,2	19,8	19,4	19,4	19,3	19,4	19,4	19,6	19,8	19,2	18,8	19,2	19,3	19,3	19,4
Capital	27,9	26,2	25,1	24,6	24,5	24,5	25,2	26,2	27,3	26,2	25,0	23,5	23,7	26,1	25,4
Alemania															
Trabajo	39,0	39,1	38,9	38,7	38,8	37,8	37,5	38,1	38,2	38,6	38,0	37,2	37,3	37,8	38,2
Consumo	19,2	19,2	18,9	18,9	19,0	18,5	18,4	18,5	20,1	20,1	20,2	19,7	20,0	19,8	19,3
Capital	27,0	26,9	20,7	19,3	19,5	19,6	20,4	21,0	21,2	20,6	20,4	19,0	21,0	22,2	21,3
Francia															
Trabajo	40,1	39,4	39,2	38,7	39,0	38,9	39,3	39,3	39,0	39,0	38,6	38,1	38,8	39,5	39,1
Consumo	22,4	21,1	20,4	20,5	20,1	20,3	20,3	20,1	19,8	19,4	18,9	19,2	19,7	19,8	20,1
Capital	39,9	40,3	40,1	39,2	38,4	39,6	40,5	42,8	41,2	40,1	38,3	39,3	43,4	46,9	40,7
Italia															
Trabajo	42,3	42,1	42,1	41,9	41,7	41,7	41,2	40,9	42,4	43,0	42,6	42,6	42,3	42,8	42,1
Consumo	18,5	18,5	17,9	17,8	17,3	17,6	17,4	18,0	17,9	17,2	16,9	17,6	17,4	17,7	17,7
Capital	29,0	27,6	27,2	26,9	29,5	27,7	27,3	31,7	33,6	33,4	35,2	32,2	32,4	37,0	30,8
España															
Trabajo	n.a.	30,5	31,4	32,1	31,6	32,0	32,4	32,9	33,7	32,4	31,4	32,6	32,9	33,5	32,3*
Consumo	16,0	15,8	15,4	15,5	15,9	16,1	16,7	16,6	15,7	13,9	12,5	14,8	14,1	14,0	15,2
Capital	n.a.	29,3	27,8	29,1	29,6	32,1	35,5	39,4	41,6	30,7	26,3	25,0	24,1	25,3	30,4*

Datos en porcentaje (%). n.a.: datos no disponibles. *Media 2000/2012. Fuente: Eurostat y elaboración propia (08.05.13).

Un aumento de la fiscalidad sobre la renta o el capital debería tener conceptualmente un efecto depresor sobre la tasa de ahorro al reducirse la renta disponible (efecto renta) y ser menos atractiva la decisión de posponer el consumo (efecto rentabilidad) y, si además el sistema fiscal es progresivo, los niveles de ahorro se minoran, pues se detraen rentas de contribuyentes con mayor propensión al ahorro (aquellos de más de 45 años con rentas medias/altas) en favor de contribuyentes con mayor propensión al consumo (jóvenes con rentas bajas y jubilados). Asimismo, este aumento permite que el ahorro público crezca, y supone que el contribuyente debe ahorrar más (efecto riqueza) para alcanzar el mismo nivel de consumo futuro. Por lo tanto, la fiscalidad tiene su influencia en el ahorro (Briones, 2011). En efecto, el papel de las desgravaciones fiscales por la compra de vivienda habitual o aportaciones a planes de pensiones fomenta un mayor ahorro y atempera, al menos parcialmente, la percepción que tienen los contribuyentes sobre la presión fiscal que soportan.

En la misma línea que Briones (2011) se manifestaron tanto Raymond (1991), cuando afirmó que el aumento de la presión fiscal contribuye a que la tasa de ahorro de los hogares descienda, como consecuencia de la progresividad del impuesto de la renta sobre los perceptores de rentas de trabajo relativamente altas que cuentan con capacidad de ahorro, como Bahmani-Oskooee, Galindo y Niroomand (1998), cuando indicaron que el ahorro se veía afectado negativamente por el aumento del impuesto de la renta, siendo este efecto mayor en el caso de impuestos progresivos, por afectar su alteración en mayor medida a los que generan mayor renta, y que son, a su vez, los que tienen mayor capacidad de ahorro, aunque si esta alteración fuese transitoria, su incidencia sería mínima.

El papel de la fiscalidad en la caída de la tasa de ahorro es significativo, ya que un aumento de la imposición directa minora la renta disponible. Si la propensión a consumir de

los hogares es menor que la unidad, toda detracción de renta disponible repercute más en el ahorro que en el consumo y, por tanto, desciende la tasa de ahorro (Molinas y Taguas, 1991).

No obstante, los efectos de la presión fiscal sobre el ahorro privado son de carácter transitorio, ya que el sector privado responde al incremento de la presión fiscal trasladando la renta disponible de los hogares hacia las empresas mediante el aumento de beneficios no distribuidos (Zabalza y Andrés, 1991).

Toda medida económica que altere la renta disponible de las familias afectará a las decisiones de los consumidores. Así, una disminución de impuestos tendrá a corto plazo un impacto expansivo sobre el consumo, aunque este aumento en la renta disponible no se destina en su totalidad al consumo, sino que una parte se ahorra. Por tanto, la renta disponible familiar se constituye en la variable relevante para las decisiones de ahorro / consumo en el corto plazo, de tal manera que las medidas fiscales de estímulo al ahorro (o al consumo) son efectivas en el corto plazo, no en el largo, pues los consumidores parecen descontar los impuestos que se integran en su restricción presupuestaria intertemporal (Argimón, 1997).

Poterba, Venti y Wise (1995 y 1996) concluyen que los efectos de los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación suponen un aumento neto del ahorro. En cambio, para Gale y Scholz (1994) y Engen, Gale y Scholz (1996) no contribuyen de forma sustancial a incrementar la riqueza acumulada por los individuos a lo largo de su vida laboral, aunque afectan a la composición del ahorro de forma significativa, por ejemplo, potenciando la aportación a planes de pensiones en detrimento de otras formas de ahorro.

Una mayor dependencia de la imposición directa en contraposición a la indirecta se asocia a un menor ahorro familiar. De tal modo, las políticas públicas tienen su influencia sobre el ahorro cuando diseñan o modifican la fiscalidad o el sistema de seguridad social (Callen y Thimann, 1997).

El aumento de la presión fiscal directa afecta negativamente al ahorro familiar. Su efecto depresor es superior al que genera el aumento de los impuestos sobre el consumo. La correlación negativa entre el ratio presión fiscal total s/PIB y la tasa de ahorro es aún mayor en el ratio Impuesto de la Renta sobre PIB (Tanzi y Zee, 1998).

Besley y Meghir (1998) concluyen que si los incentivos fiscales aumentan el nivel de ahorro, lo hacen en muy pequeña cuantía, y probablemente sus efectos se compensen por la caída del ahorro público derivada de la reducción de los ingresos fiscales.

Un modelo fiscal fuertemente basado en el gravamen del consumo será más eficaz para promover el ahorro que cualquier conjunto de incentivos ligados a la imposición sobre la renta (Berheim y Scholz, 1999).

El efecto estimado de los incentivos fiscales sobre el ahorro para la jubilación en el momento de su introducción es bastante moderado, si bien varía considerablemente en función de la edad y nivel de renta (Ayuso, Jimeno y Villanueva, 2007).

Los incentivos fiscales al ahorro buscan corregir la visión cortoplacista de los individuos, su comportamiento oportunista y la distorsión que pueden generar otras políticas. Aunque los hogares parece que aumentan el ahorro ante estos incentivos, la falta de transparencia y el marco que envuelve a muchas políticas impulsadas por las administraciones restringe considerablemente su eficacia (Canals, 2011).

La fiscalidad puede fomentar que la rentabilidad real del ahorro sea reducida y así, incentivar el endeudamiento de los hogares con la consiguiente caída de sus niveles de ahorro, con lo que su influencia resulta evidente (Nieto, 2012).

3.2) Renta disponible familiar

La literatura económica relaciona el ahorro familiar con la renta bruta disponible de los hogares (RBDH) y sus componentes.

La renta es el principal determinante de la decisión inicial de los hogares de ahorrar (Hefferan, 1982), aunque el ahorro tiende a disminuir a medida que aumentan los beneficios públicos de los sistemas de seguridad social (Feldstein, 1980; y Evans, 1983).

Campbell (1987) sostiene que el ahorro se corresponde con expectativas de menor crecimiento en la renta futura mientras que el desahorro tiende a reflejar lo contrario. En efecto, los consumidores ahorran para hacer frente a las reducciones previstas de la renta, y esta relación negativa se traduce en perturbaciones del consumo positivas que conducen posteriormente al aumento de la renta (Deaton, 1990).

Bosworth, Burtless y Sabelhaus (1991) señalan que cuando la economía crece, los trabajadores activos podrían anticipar un aumento de los ingresos futuros, y por tanto, incrementar su consumo corriente reduciendo el ahorro presente.

El ahorro familiar es un indicador que muestra las expectativas de renta futura, ya que si esperan que la renta se acelere, disminuyen el ahorro, y a la inversa. Desde una perspectiva empírica, el ahorro entendido como la renta menos el consumo de bienes no duraderos y servicios es débilmente procíclico. En cambio, entendido como la renta menos el consumo total (marco de las cuentas nacionales) o la renta menos el gasto total (capacidad o necesidad de financiación) su carácter procíclico no está claro, dado que los bienes duraderos forman parte de la riqueza de los hogares y se sitúan en una decisión intermedia entre consumo y ahorro (Estrada y Buisán, 1999).

Nuñez (2008) evidencia la relación positiva existente entre la renta y la tasa de ahorro al menos entre los hogares jóvenes españoles, y Sastre y Martínez (2008) afirman que la renta tiene una fuerte influencia entre los consumidores en la disponibilidad del ahorro.

La naturaleza no lineal de la relación entre la renta disponible y la tasa de ahorro de los hogares se aprecia en las comparaciones internacionales: en países con rentas bajas se observan unas tasas muy reducidas de ahorro, ya que la mera subsistencia absorbe gran parte de los recursos; en países con rentas medias, la tasa de consumo disminuye con el nivel de renta, pues a partir de un cierto umbral la subsistencia está cubierta y los hogares tienen fondos suficientes para dedicarlos al ahorro; y en las economías avanzadas, la tasa de ahorro tiende a ser nuevamente más reducida, debido principalmente a que la existencia de sistemas de protección social financiados por el Estado reduce la necesidad de ahorrar por motivo de precaución, aunque los factores culturales o sociológicos desempeñan un papel relevante (Cuadro-Sáez, 2011).

En este sentido, la renta bruta disponible de los hogares (RBDH) juega un papel muy relevante en la economía, pues representa dos terceras partes de la renta nacional bruta disponible (RNBD), según detalla el cuadro nº 19:

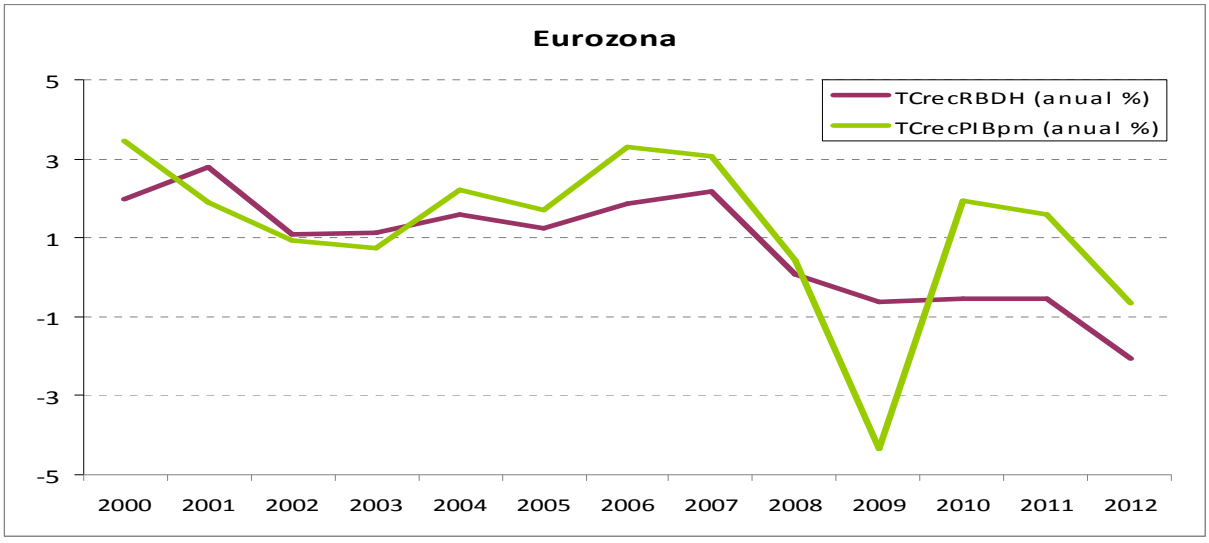
Cuadro nº 19

RBDH s/RNBD	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona	67,1	66,2	66,9	67,3	67,5	66,6	66,4	65,3	64,9	65,1	67,4	65,5	64,2	63,1	66,0
Alemania	69,4	67,6	67,7	67,8	68,5	66,6	66,0	63,4	61,3	61,0	63,2	62,0	60,4	60,0	64,6
Francia	64,8	64,9	65,9	67,5	66,9	66,5	65,9	65,8	66,6	66,8	69,4	68,2	67,1	66,5	66,6
Italia	71,1	69,4	70,3	71,1	71,6	71,1	70,9	70,2	70,2	70,6	71,7	70,0	69,2	67,3	70,3
España	65,4	67,7	68,4	68,2	68,8	69,1	69,7	69,5	70,1	71,7	74,5	71,0	70,0	66,9	69,4

Renta bruta disponible de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (RBDH) sobre la renta nacional bruta disponible (RNBD). Datos en porcentaje (%). RBDH deflactada por IPCA (Base 1999) y RNBD por deflactor del PIB (Base 1999). Fuente: Eurostat, INE y elaboración propia (30.04.14).

En la Eurozona, la tasa de crecimiento de la RBDH es similar al PIBpm, aunque aumenta en menor medida en los periodos expansivos, y desciende más pausadamente en los momentos de crisis, según muestra el gráfico nº 9:

Gráfico nº 9



Cuadro nº 20

TCrecRBDH	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Media 2000/2012	1,88	-0,04	1,49	0,46	0,78

Tasa de crecimiento anual. Datos en porcentaje (%). RBDH deflactada por IPCA (Base 1999) y PIBpm por deflactor del PIB (Base 1999). Fuente: Eurostat, INE y elaboración propia (30.04.14).

La RBDH crece en España (+1,88%) y Francia (+1,49%) por encima de la media europea (+0,78%), no así en Alemania (+0,46%) e Italia (-0,04%), según indica el cuadro nº 20. Así, para entender mejor su evolución, se analiza la composición de la renta bruta disponible de los hogares (RBDH):

Remuneración de asalariados + Renta mixta bruta[107] *+ Rentas netas de la propiedad + Transferencias corrientes netas*[108] *– Impuestos corrientes* **=>** *RBDH*

[107] La *renta mixta bruta* comprende los beneficios de empresarios y trabajadores autónomos agrícolas, las rentas de profesionales liberales y servicios personales, así como los beneficios del resto de los empresarios y trabajadores independientes no agrícolas.

[108] Se obtienen de la diferencia entre las prestaciones sociales (enfermedad, desempleo, jubilación, etc) y otras transferencias recibidas, y las cotizaciones sociales y otras transferencias pagadas.

El cuadro nº 21 detalla la composición de la RBDH en media para el periodo 1999/2012 en la Eurozona y sus principales economías:

Cuadro nº 21

Componentes RBDH s/RBDH Media 1999/2012	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Remuneración de asalariados	73,8	58,9	79,2	76,0	74,2
Renta mixta bruta	31,9	31,2	21,8	19,6	24,5
Rentas netas de la propiedad	5,5	20,9	9,7	19,2	14,2
Transferencias corrientes netas	0,0	5,6	2,9	-1,6	1,3
Impuestos corrientes	-11,2	-16,6	-13,2	-13,2	-14,1
Total	100	100	100	100	100

Remuneración de asalariados, Renta mixta bruta, Rentas netas de la propiedad, Transferencias corrientes netas e Impuestos corrientes sobre la Renta bruta disponible de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (RBDH) deflactados por IPCA (Base 1999). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat, INE y elaboración propia (30.04.14).

En la Eurozona, el componente más importante de la RBDH entre 1999/2012 son la remuneración de asalariados (74,2%), seguido por las rentas no salariales (38,7%)[109], los impuestos corrientes (-14,1%), y en último lugar, las transferencias corrientes netas (1,3%).

Ahora bien, también se observan ciertas diferencias en el peso relativo que los componentes de la RBDH ostentan en las principales economías de la Eurozona.

Así, las remuneraciones salariales en Francia (79,2%), Alemania (76,0%), y España (73,8%) tienen una presencia superior a la que tienen en Italia (58,9%), país en el que las rentas no salariales y los impuestos corrientes tienen un mayor protagonismo (52,1% y -16,6%, respectivamente).

Cuadro nº 22

TCrecRBDH	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
TCrecRA	1,39	0,75	1,38	0,26	0,86
TCrecRNS	1,63	-1,05	1,33	1,08	0,34
TCrecIC	2,86	0,66	1,26	0,18	1,01

Tasa de crecimiento (%): Remuneración de asalariados (TCrecRA), rentas no salariales (TCrecRNS) e impuestos corrientes (TCrecIC) deflactados por IPCA (Base 1999). Fuente: Eurostat, INE y elaboración propia (30.04.14).

En la Eurozona, según indica el cuadro nº 22, los principales componentes de la RBDH muestran una sincronía cíclica con relación al PIBpm, aunque también se observan diferencias entre ellos:

El crecimiento de las rentas no salariales (TCrecRNS) se ve afectado especialmente cuando la crisis económica se agudiza, no así las remuneraciones salariales (TCrecRA), que descienden en menor medida, y las transferencias corrientes netas, que limitan el deterioro de la renta bruta disponible de los hogares (RBDH) en las fases de recesión, puesto que experimentan un fuerte impulso por parte de las administraciones públicas, especialmente entre 2009/2012.

[109] Rentas no salariales (RNS) = Renta mixta bruta (RMB) + Rentas netas de la propiedad (RNP).

Cuadro nº 23

TCrecRBDH	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Media 2000/2008					
TCrecRA	3,95	1,78	1,85	-0,24	1,51
TCrecRFBD	3,76	1,13	1,93	0,43	1,54
TCrecRBDH	4,03	1,05	2,14	0,35	1,55
Media 2009/2012					
TCrecRA	-4,37	-1,58	0,35	1,37	-0,6
TCrecRFBD	-4,06	-2,87	-0,1	0,72	-1,27
TCrecRBDH	-2,96	-2,48	0,01	0,72	-0,95

Tasa de crecimiento anual (%): Remuneración de asalariados (TCrecRA), renta familiar bruta directa (TCrecRFBD), renta bruta disponible de los hogares (TCrecRBDH). Datos deflatados por IPCA (Base 1999). Renta familiar bruta directa (RFBD) = Remuneración de asalariados (RA) + Excedente bruto de explotación (EBE) / Renta mixta bruta (RMB) + Rentas netas de la propiedad (RNP). Fuente: Eurostat, INE y elaboración propia (30.04.14).

La remuneración de asalariados, principal componente de la RBDH, decrece durante 2009/2012 en España (-4,37%), con lo que la RBDH desciende (-2,96%) por el mayor incremento del desempleo y por las medidas de ajuste salarial más intensas que en otras economías de la Eurozona como Alemania y Francia, en los que esta tendencia es positiva, aumentando, de tal manera, la remuneración de aslalariados (+1,37% y +0,35%, respectivamente), y en consecuencia, la RBDH presenta un mejor comportamiento (0,72% y 0,01%, respectivamente), según detalla el cuadro nº 23.

Las políticas gubernamentales como las transferencias fiscales a través de las redes de protección social son cruciales para evitar las contracciones excesivas de la actividad económica en tiempos de crisis económica. Así, por ejemplo, el colapso del mercado inmobiliario y los periodos prolongados de recesión económica, exigen medidas anticíclicas de los Estados. Naturalmente, estas políticas deben ser bien diseñadas y estar centradas en la reducción del nivel de deuda y del servicio de la deuda de los hogares con un costo fiscal limitado (Leigh et al., 2012).

Con la finalidad de aumentar la renta disponible de los hogares y evitar una mayor contracción del consumo durante la crisis económica, el Gobierno español puso en marcha una serie de medidas en materia económica, financiera, fiscal, de empleo y de acceso a la vivienda entre 2008 y 2010 que no lograron sus objetivos (Cauces, 2010). Así, la magnitud de la crisis económica y financiera abocó al país desde entonces a un radical cambio de rumbo con la adopción de nuevas medidas destinadas a reducir el déficit público que perjudicaban a las familias. Entre ellas, destacan el aumento de la tributación de las rentas del ahorro, la reducción de la retribución del personal del sector público, la suspensión de la revalorización de las pensiones, la eliminación del *cheque bebé* o la supresión de deducciones fiscales.

A pesar de las medidas adoptadas por las instituciones públicas españolas para atemperar las consecuencias de la crisis económica, la participación de los salarios en la renta nacional es cada vez menor, perpetuando la tendencia existente hacia la redistribución regresiva de la riqueza y la desigualdad social. Así, a mediados de los años setenta, los asalariados recibían el 72% de la renta nacional; a mediados de los noventa el 65%; en 2007, después de una década de crecimiento económico, sólo llegaban al 62,2%; y en 2013 siguen descendiendo hasta el 60,3%. En cuatro décadas, por tanto, la población trabajadora ha perdido peso relativo en la renta nacional, concretamente el 12% de los ingresos anuales generados en España por su

economía, diferencia que ha ido a parar fundamentalmente a las rentas del capital. Si a esto añadimos la mayor desigualdad salarial, el peso económico de los trabajadores con sueldos bajos se ha reducido de forma notable (Colectivo Ioé, 2015).

Sin embargo, la recaudación de impuestos continúa recayendo sobre la población trabajadora. Durante el periodo 2001/2007 el Estado recaudaba a través del impuesto de sociedades una cantidad equivalente al 3,2% del PIBpm, los impuestos indirectos generaban una cantidad equivalente al 6,7% del PIBpm, y el impuesto de la renta de las personas físicas recaudaba otro 6,8% adicional. Posteriormente, durante los años de la crisis, entre 2008 y 2013, la aportación del impuesto de sociedades desciende al 2% del PIBpm, los impuestos indirectos caen hasta el 4,8% mientras que el impuesto de la renta se mantiene en el 6,6% (Colectivo Ioé, 2015).

Si medimos la desigualdad en la distribución de la renta disponible familiar a través del *coeficiente de Gini* observamos en el cuadro nº 24 que la población española presenta una mayor desigualdad que la existente en la Eurozona:

Cuadro nº 24

Coerficiente Gini	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media 1999/2013
Eurozona (1)	29,0	29,0	29,0	29,5	30,0	30,0	29,3	29,3	30,0	30,4	30,2	30,2	30,5	30,3	30,6	29,8
España	33,0	32,0	33,0	31,0	31,0	31,0	32,2	31,9	31,9	31,9	32,9	33,5	34,2	34,2	33,7	32,5

(1) Eurozona: UE-15 (1999/2004) y Eurozona (2005/2013). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat (18.06.15).

Ahora bien, España no es un caso aislado. El modelo social del capitalismo neoliberal[110] comenzó a desplegarse en el contexto europeo desde los años ochenta con el Gobierno británico de *Margaret Thatcher*, continuaron con el *Tratado de Maastricht* (1992) y se reforzaron con el *Tratado de Lisboa* (2009) en la Unión Europea. En este sentido, la crisis económica y financiera supone una clara profundización en esta estrategia a través del *Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria*, firmado por veinticinco Estados miembros de la Unión Europea en 2012 para fortalecer las reglas que aseguren la aplicación de políticas presupuestarias estrictas con sanciones en el caso de su incumplimiento, o el *Mecanismo Europeo de Estabilidad* (MEDE), que funciona como mecanismo permanente para la salvaguarda de la estabilidad financiera en la Eurozona también desde el año 2012 mediante la concesión de ayudas financieras a sus Estados miembros y la imposición de estrictas condiciones macroeconómicas y recortes del gasto

[110] A mediados de los años setenta se produce un punto de inflexión importante. La desaceleración de la productividad se salda con el estancamiento o disminución del salario real, y en paralelo se produce un incremento correlativo de la tasa de ganancia del capital, con lo que se pasa de la etapa dorada del capitalismo, marcada por la adopción del paradigma teórico keynesiano, con sus implicaciones de reforma social y democratización política, que acaba integrando a las masas trabajadoras, incluidas sus organizaciones de clase, en la aceptación del sistema, al modelo ideológico del *neoliberalismo conservador*, fundado principalmente en el individualismo consumista (Ortí y de Lucas, 2005). En este sentido, Husson (2009) indica que surge un nuevo esquema de funcionamiento en el que la tasa de ganancia del capital se recupera gracias a una disminución general de los salarios y la elasticidad del empleo, que reduce la masa salarial en los ciclos de crisis consecuencia directa de la destrucción de empleo. De tal modo, la disminución de ingresos salariales reduce el poder de compra de la mayoría de la población y, por tanto, las oportunidades de reinversión rentable en el sistema productivo. El dinero *sobrante* se canaliza hacia el hiperconsumo de los rentistas, el endeudamiento de los empleados y la colocación de capital *libre* en el mercado financiero internacional, gracias a la desregulación y a la creación de sofisticados productos que conducen, a su vez, a burbujas financieras y crisis periódicas que ejercen nuevas presiones sobre los salarios.

social en concepto de contrapartida, como ha ocurrido en Grecia y Portugal, o podría ocurrir en el futuro también con otros países europeos (Colectivo Ioé, 2013).

Parece que las políticas neoliberales aplicadas en Europa han sido simultáneas a un incremento de la desigualdad, aunque con distintos niveles de intensidad en los diferentes países. En este contexto, las clases más pudientes se benefician de estas políticas en detrimento de las clases populares y el crédito ejerce una función estabilizadora de los niveles de consumo para que se pueda mantener la demanda agregada interna. El aumento de la desigualdad en la distribución de la renta y el endeudamiento masivo son efectos que están fuertemente interrelacionados, con lo que el restablecimiento de un menor nivel de endeudamiento requiere un mayor nivel de igualdad (Colom, 2012) o una reducción importante del consumo de grandes masas de población.

3.3) Riqueza familiar

La riqueza de los hogares es otro determinante del ahorro familiar, según hemos identificado anteriormente en la presente Tesis.

En opinión de Molinas y Taguas (1991), la tasa de ahorro familiar a largo plazo es una función del ratio renta-riqueza. El crecimiento dispar de la renta y la riqueza implica desajustes en la senda temporal de consumo deseada por los hogares, que han visto su consumo presente excesivamente reducido con respecto a su nivel de consumo futuro garantizado por su stock de riqueza; así que los hogares tratan de mantener este ratio constante, dado que su desequilibrio conduce a un menor ahorro.

Así, el aumento de la riqueza familiar es causa directa del repunte de la propensión al consumo, lo que supone una disminución en su tasa de ahorro (Maki y Polumbo, 2001; Klyuev y Mills, 2006).

Ahora bien, no se puede efectuar un análisis riguroso de la riqueza familiar si no se distinguen los activos (sean financieros o reales) de los pasivos financieros; y si no se estudian separadamente los activos financieros de los no financieros:

Riqueza neta familiar (RNH) = Riqueza total familiar (RTH) - Endeudamiento familiar (EH)

Por tanto, procedemos a analizar, en primer lugar, la riqueza total de los hogares, diferenciando los activos financieros de los no financieros, seguidamente estudiaremos su endeudamiento, y en último término, su riqueza neta.

3.3.1) Riqueza total familiar

En las principales economías de la Eurozona, la riqueza total familiar (RTH) oscila con relación a su renta bruta disponible (RBDH) entre el débil crecimiento de España (+7%), y el mejor comportamiento de Francia (+46%), según indica el cuadro nº 25[111]:

Cuadro nº 25

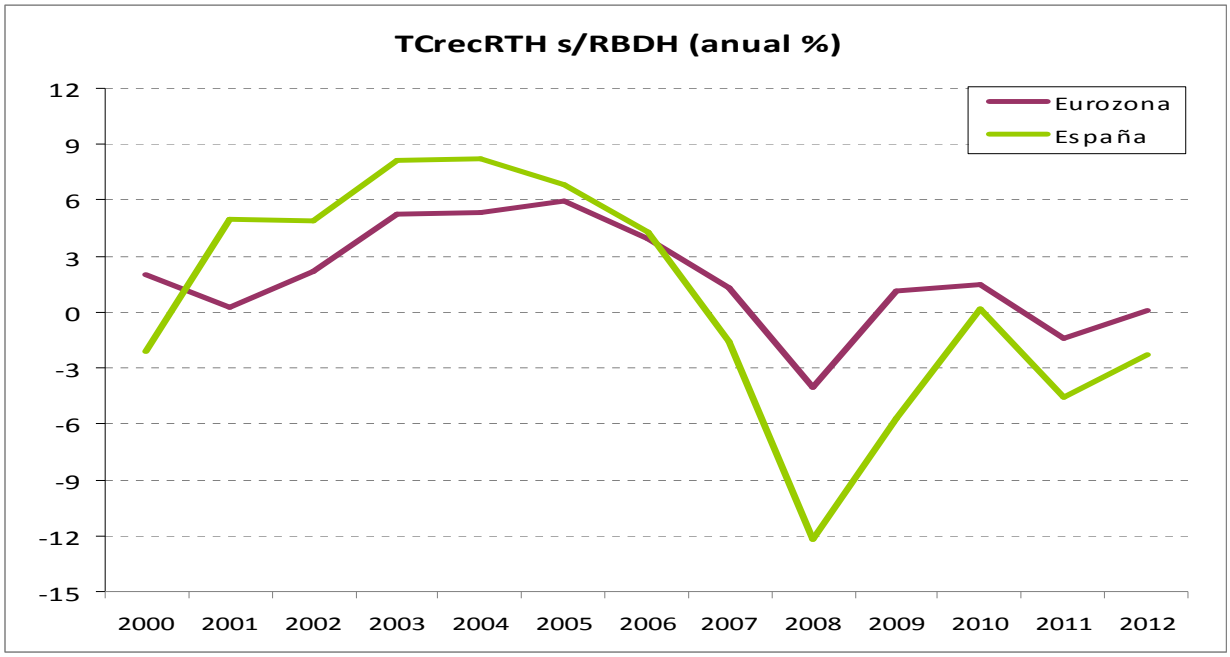
RTH s/RBDH	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	647	660	662	676	712	750	794	826	837	803	812	824	812	813	+26
Alemania	549	555	552	553	566	577	588	587	610	596	616	618	615	629	+15
Francia	590	597	593	608	659	714	785	830	846	798	800	846	857	862	+46
Italia	732	756	738	757	780	807	841	863	860	862	885	884	858	n.a.	+17*
España	919	900	945	991	1072	1160	1239	1293	1273	1117	1053	1055	1007	984	+7

Riqueza total de los hogares (RTH) sobre la renta bruta disponible de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (RBDH). Datos en porcentaje (%) deflatados por IPCA (Base 1999). n.a.: datos no disponibles. *Variación 1999 vs 2011. Fuente: BCE, OCDE, Eurostat, Naredo y Carpintero (2011), Fotocasa y elaboración propia (12.05.14).

[111] Riqueza total de los hogares (RTH): Activos financieros más activos no financieros, principalmente inmuebles.

En España, la devaluación de la riqueza total de los hogares (RTH) con relación a su renta bruta disponible (RBDH) entre 2007/2012 es superior a la de la Eurozona (-22,7% y -2,8%, respectivamente). El gráfico nº 10 muestra la evolución de esta variable:

Gráfico nº 10



Tasa de crecimiento anual de la riqueza total de los hogares (RTH) sobre la renta bruta disponible de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (RBDH). Datos en porcentaje (%) deflactados por IPCA (Base 1999). Fuente: BCE, OCDE, Eurostat, Naredo y Carpintero (2011), Fotocasa y elaboración propia. (12.05.14).

La vivienda es el principal activo, tanto financiero como no financiero, de los hogares europeos, y especialmente de los españoles, con lo que el comportamiento de sus precios influye de manera determinante en valoración de su riqueza. No obstante, el cuadro nº 26 detalla la distribución de su riqueza total (RTH) en activos financieros y no financieros sobre su renta bruta disponible (RBDH):

Cuadro nº 26

RTH s/RBDH	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
ActNoFinH s/RBDH															
Eurozona	351	365	377	401	428	458	489	512	526	517	512	517	512	500	+42
Alemania	297	302	301	307	310	314	316	319	332	336	344	344	348	355	+20
Francia	311	323	339	363	402	451	507	538	553	530	512	547	564	557	+79
Italia	390	399	403	424	447	462	482	503	521	527	548	549	545	n.a.	+40*
España	644	651	699	758	823	903	969	999	987	880	807	805	755	721	+12
ActFinH s/RBDH															
Eurozona	296	295	285	275	284	292	306	313	311	285	300	307	300	313	+6
Alemania	252	253	251	246	256	262	272	268	278	260	271	274	267	274	+9
Francia	279	274	254	246	257	263	277	292	293	268	289	299	293	305	+9
Italia	342	357	335	333	332	345	358	360	340	336	337	335	313	333	-3
España	275	249	246	234	249	257	270	294	286	237	246	250	251	263	-4

Activos no financieros de los hogares (ActNoFinH) y activos financieros de los hogares (ActFinH) sobre renta bruta disponible de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (RBDH). Datos en porcentaje (%) deflatados por IPCA (Base 1999). n.a.: datos no disponibles. *Variación 1999 vs 2011. Fuente: BCE, OCDE, Eurostat, Naredo y Carpintero (2011), Fotocasa y elaboración propia (15.05.14).

Así, su crecimiento en la Eurozona procede, en gran parte, de la revalorización de sus activos no financieros. Éstos aumentan principalmente en Francia, mientras su evolución es muy diferente en España como consecuencia del pinchazo de la burbuja inmobiliaria y el consiguiente desplome de precios en casi todas las zonas geográficas y tipos de propiedad, como se detalla a continuación.

La creencia generalizada de que los precios de la vivienda solamente evolucionan al alza convirtieron a la vivienda no sólo en el principal foco de inversión de los hogares, particularmente en países como España, Estados Unidos o Irlanda, sino también en el gran subyacente financiero mundial, con la aparición de productos financieros de todo tipo, complejidad y procedencia que contribuyeron a mantener el endeudamiento y extender la exposición a este riesgo. Este error colectivo, importante denominador común en los excesos cometidos, conduce a partir del estallido de la burbuja en 2007 a los problemas financieros mundiales y a la recesión económica posterior (García Coto y Calvo, 2011).

Ahora bien, este tipo de situaciones podrían haber sido evitadas, al menos parcialmente, teniendo presente instrumentos como, por ejemplo, el índice *Case-Shiller*[112], que ayuda a predecir el momento en el que se forma una burbuja en el mercado de la vivienda. Según este índice, Estados Unidos alcanzó su cenit en precios durante el segundo trimestre de 2006.

La evolución del *Índice de la Propiedad Residencial* (IPR) presenta en la Eurozona dos fases claramente diferenciadas: la primera, entre 1999/2007, se corresponde con una revalorización generalizada de los precios (+38,0%), y la segunda, entre 2008/2012, con un ligero descenso (-1,1%), según muestra el cuadro nº 27:

Cuadro nº 27

IPR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona (2)	61,95	65,61	69,12	73,75	78,28	83,66	89,83	95,73	100	101,90	98,64	99,55	100,63	98,87	86,97
Alemania (2)	102,92	103,38	103,33	102,65	101,24	99,87	98,95	99,04	100	100,59	101,18	103,82	109,44	115,27	102,98
Francia (3)	44,15	48,05	51,86	56,37	63,04	72,57	83,75	93,84	100	100,83	93,67	98,48	104,33	103,76	79,62
Italia (2)	60,35	62,71	66,31	74,22	78,80	83,61	90,01	95,26	100	102,60	102,08	100,61	101,36	98,52	86,89
España (2)	39,43	42,81	47,03	54,43	64,01	75,19	85,64	94,55	100	100,73	93,23	89,64	84,63	77,23	74,90

Índice de la propiedad residencial (IPR). Escala (año 2007 = 100). (2) Totalidad de viviendas nuevas y existentes. (3) Totalidad de viviendas existentes. Fuente: BCE (12.05.14).

Entre las principales economías de la Eurozona, destacan los comportamientos opuestos que presentan Alemania y España en el índice de referencia señalado.

Así, mientras los precios descienden en Alemania muy ligeramente (-2,9%) durante 1999/2007, suben espectacularmente en España (+60,5%) a la vez que se mutiplica el parque de viviendas.

En cambio, entre 2008/2012, el pinchazo de la burbuja inmobiliaria conduce a una drástica caída de precios en España y a una fuerte reducción del número de transacciones, dejando un importante grupo de viviendas (cientos de miles) sin ocupar. Mientras tanto, los muy bajos tipos de interés y la desaparición de opciones rentables de inversión en otras

[112] Este índice recoge datos de ventas repetidas de viviendas unifamiliares en el ámbito nacional y regional americano y compara sus precios a lo largo del tiempo con el objeto de establecer su patrón o tendencia. Actualmente este índice cotiza en la Bolsa de Chicago como instrumento de opciones/futuros.

economías de la *zona euro* supone que los ciudadanos alemanes se fijen en su propio mercado inmobiliario como interesante para la inversión, produciéndose un avance significativo de los precios (+15,2%).

Francia e Italia no vivieron comportamientos tan excesivos como los de la burbuja española; simultáneamente, los efectos actuales de la crisis han impedido que, por el momento, sus ahorradores se redirijan hacia el sector inmobiliario.

Por tanto, los precios del mercado inmobiliario presentan en España revalorizaciones más intensas en las fases expansivas y contracciones más bruscas en las recesivas, según indica el Índice de Propiedad Residencial (IPR).

La revalorización de los precios de la vivienda y la intensa actividad constructora acompañada de un esfuerzo de financiación muy importante hacen que en España construya en los años álgidos del boom inmobiliario más viviendas que en Francia y Alemania en su conjunto, aún cuando estos dos países duplican en territorio y triplican en población a España, lo que genera un parque de viviendas sobredimensionado (Naredo y Carpintero, 2011).

La inversión en vivienda en España se produce en un contexto de expansión demográfica, crecimiento del empleo, condiciones financieras laxas y aumentos de valor, tanto real como nominal, de los activos inmobiliarios. A los condicionantes de demanda de vivienda habitual por formación de nuevos hogares y de segunda residencia, en parte, por demanda turística, se unen los vinculados al denominado *motivo inversión*, pues en fases alcistas de los precios de la vivienda, la inversión en inmuebles gana atractivo frente a otras inversiones, por ejemplo, de naturaleza financiera (Fundación Inverco, 2010).

En efecto, factores como la demanda nacional y extranjera de segunda residencia, la inmigración, la accesibilidad de la financiación, el alargamiento de la esperanza de vida, el aumento de los divorcios y las separaciones, el avance del empleo y la caída del paro, y la demanda de una inversión alternativa a los activos financieros, entre otros, son sus principales impulsores (Universidad Politécnica de Valencia, 2013).

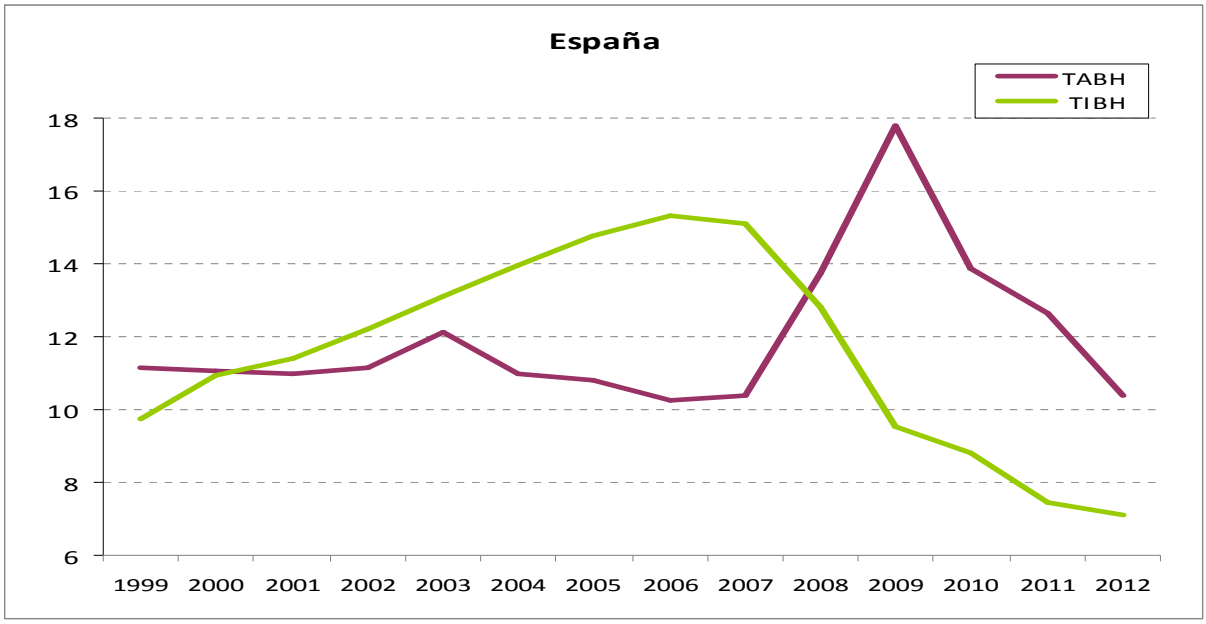
En España, por tanto, el incremento de los precios impulsa la inversión inmobiliaria residencial hasta su desplome, lo que impacta en el nivel de riqueza de sus hogares. En cambio, este impacto es menor en otros países europeos al haber sido sus burbujas más moderadas (Corsetti et al., 2011).

De tal modo, la tasa de inversión bruta de los hogares (TIBH)[113] en España incluso superaba a la tasa bruta de ahorro (TABH) en las fases expansivas de la economía para posteriormente llegar a desplomarse de forma drásctica a partir de 2007 con la crisis financiera, dado que los hogares españoles pasan de tener capacidad de financiación, especialmente entre 2003/2007, a no tenerla.

El gráfico nº 11 refleja para el periodo 1999/2012 la evolución de la tasa de inversión bruta de los hogares (TIBH) y su tasa de ahorro (TABH):

[113] La tasa de inversión bruta de los hogares (TIBH) es el indicador principal de su inversión inmobiliaria, principalmente en vivienda, y se calcula dividiendo la formación bruta de capital fijo de los hogares (FBCFH) entre el sumatorio de la renta bruta disponible de los hogares (RBDH) y el ajuste var. fondo pensiones.

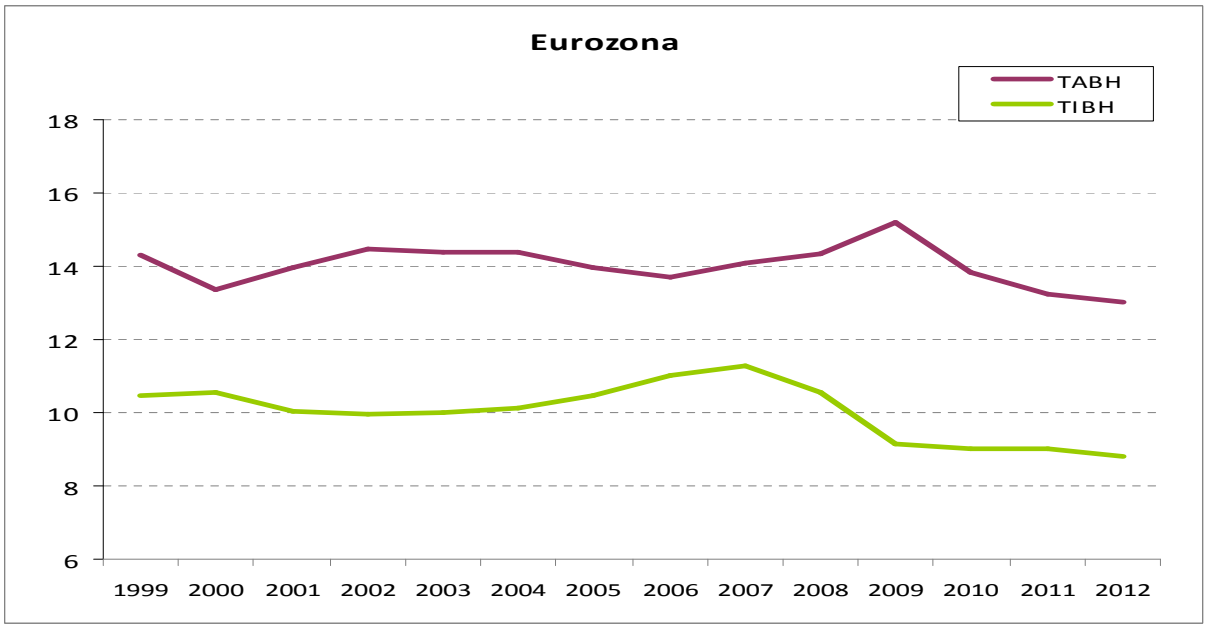
Gráfico nº 11



Tasa de ahorro bruta anual de los hogares (TABH) y Tasa de inversión bruta anual de los hogares (TIBH). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (16.05.14).

En cambio, la TIBH en la Eurozona, que se mueve en sincronía con la actividad económica, alcanza su mayor tasa en 2007 para descender posteriormente con la crisis, al igual que en España, pero de forma más pausada. El gráfico nº 12 muestra que el TIBH en la Eurozona es inferior a la TABH con independencia de la coyuntura económica.

Gráfico nº 12



Tasa de ahorro bruta anual de los hogares (TABH) y Tasa de inversión bruta anual de los hogares (TIBH). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (16.05.14).

Por tanto, no debe sorprender las diferencias que existen entre las principales economías de la Eurozona: mientras Alemania (9,14%) y Francia (9,01%) se sitúan su TIBH anualizada

por debajo de la media europea (10,03%), Italia (10,23%) y, especialmente, España (11,59%) están por encima[114].

El predominio de la vivienda en propiedad de los hogares hace que las subidas de precios desaten una espiral de plusvalías, nuevas construcciones y compras de viviendas que se retroalimentan, en buena parte, por sí mismas, aunque su expansión reclame importantes medios de financiación externos. Así, la inversión *en ladrillo* de los hogares españoles demanda financiación adicional en vez de aportar recursos al sistema financiero. Esta situación se mantiene en la economía española gracias al paraguas que supone el *Euro*, pues le permite atraer capitales del resto del mundo (principalmente de otros países de la *zona euro*) para cubrir sus necesidades de financiación sin que la cotización de su moneda se resienta (Naredo y Carpintero, 2011).

Fruto de ello, el porcentaje de la población que posee vivienda en propiedad en España supera a la de las principales economías de la Eurozona, según el cuadro nº 28.

Cuadro nº 28

Hogares con vivienda en propiedad	UE-27	Alemania	Francia	Italia	España
Año 2012	70,4	53,3	63,7	74,1	78,9

Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat (12.05.14).

Según hemos avanzado anteriormente, el ajuste del mercado de la vivienda en España debe entenderse en el contexto de la combinación de una producción y unos precios extraordinariamente altos durante los años precedentes, a los que sobreviene una crisis financiera internacional que distorsiona el normal flujo de crédito hacia el sector y precipita la caída de su actividad. Así, los efectos de este ajuste trascienden al propio sector y tienen una profunda repercusión macroeconómica y financiera, afectando al nivel de renta y el empleo de la economía española (Ministerio de Vivienda, 2010).

Una burbuja como la que se produjo en España, financiada con capitales extranjeros, hubiera provocado turbulencias en el mercado cambiario en el caso de que España tuviera su propia moneda, reduciendo el apetito inversor exterior, y provocando programas de ajuste muy anteriores y mucho más limitados, que hubieran enfriado en gran medida el mercado inmobiliario (Naredo, Carpintero y García, 2008) corrigiendo sus excesos antes de que los desequilibrios fueran tan grandes que su reducción se llevara por delante millones de empleos.

En este contexto del mercado inmobiliario español, las IIC también han jugado un papel que no debe ser pasado por alto.

A diferencia de la década de los años noventa marcada por el desarrollo de la inversión colectiva de carácter financiero, el inicio del nuevo milenio se caracteriza por la inversión directa en vivienda.

Entre uno y otro proceso, a mitad de la década de los años noventa, surgen las IIC inmobiliarias para impulsar el desarrollo del mercado de alquiler de inmuebles, especialmente de viviendas, y permitir a los ahorradores beneficiarse de los rendimientos del mercado inmobiliario, mediante un activo seguro, rentable y con una liquidez superior a la inversión directa en inmuebles, así como una nueva opción para la diversificación de sus inversiones como factor reductor del riesgo, puesto que, en general, la inversión colectiva conlleva una

[114] Fuente: Eurostat y elaboración propia (16.05.14).

reducción de los costes unitarios de transacción y de análisis de la información gracias al aprovechamiento de las economías de escala. Estas cualidades se manifiestan de forma más evidente, si cabe, en el caso de las inversiones inmobiliarias que en el de las financieras, dada la mayor relevancia de las economías de escala en su gestión y el mayor volumen de fondos que generalmente se necesitan para adquirirlos (Marqués y Maza, 2006).

A su vez, los inversores en IIC inmobiliarias son considerados como unos compradores anticíclicos, puesto que intentan evitar los tiempos del boom inmobiliario, lo cual es razonable porque si suben los tipos de interés el esfuerzo para adquirir una vivienda es mayor, lo que supone un factor reactivador del mercado del alquiler, que favorece la actividad de estas instituciones (Grandío et al., 2008).

Las IIC inmobiliarias españolas arrancan en un buen momento, pero no consiguen aprovecharlo por el desconocimiento del producto y la escasa promoción de las entidades comercializadoras con lo que el grado de desarrollo de la inversión colectiva inmobiliaria en España es muy reducido en comparación con otros países europeos (López y Suárez, 2007).

En la década de los años 2000 destaca, asimismo, la aparición de los *Real Estate Investment Trust* (REIT) en las principales economías europeas (Francia en 2003; Alemania, Italia y Reino Unido en 2007), con la finalidad de facilitar al pequeño ahorrador y a los inversores institucionales el acceso a determinadas inversiones inmobiliarias y promover una gestión profesionalizada de las mismas. Estos regímenes, que son vehículos de inversión cotizados con un régimen fiscal especial, toman como referencia los existentes en Estados Unidos, Holanda y Australia desde 1961, 1969 y 1971 respectivamente. En España, en las postrimerías de la época de bonanza del mercado inmobiliario, en 2005 y 2006, un grupo de empresarios agrupados en la Asociación de Inmobiliarias con Patrimonio en Alquiler (ASIPA), preocupados por el elevado apalancamiento del sector, mantuvieron los primeros contactos con el regulador para impulsar un régimen REIT español que permitiera captar fondos entre los pequeños ahorradores, pero, como hemos comentado anteriormente, la existencia previa en España de IIC inmobiliarias (vehículos cuyo objeto principal era la inversión en inmuebles en alquiler orientada, preferentemente, al mercado residencial, con un régimen fiscal especial similar a los REIT) supuso que dicho régimen no fuera considerado por el regulador español una necesidad acuciante para el sector en aquellos momentos (Viñuales, 2010).

A pesar de ello, la *European Public Real Estate Association* (EPRA) incluía a España en su estudio anual sobre REIT con un régimen parecido al de los REIT (*REIT like regime*), donde las IIC inmobiliarias tributaban al 1% en el Impuesto sobre Sociedades, y no tenían como obligación distribuir los beneficios obtenidos a los inversores[115], lo que permitía un diferimiento de las rentas obtenidas de manera indefinida a cambio de esta tributación simbólica cuya finalidad era más de control que recaudatoria, con lo que tenía cierto sentido que la EPRA incluyera a las IIC Inmobiliarias españolas en sus estudios anuales sobre REIT, aún cuando sus diferencias más notables con los REIT tradicionales procedían por sus

[115] La esencia de los regímenes REIT tradicionales se sustentan en dos pilares básicos: la no tributación del vehículo inversor y la obligación de distribuir a los inversores periódicamente buena parte de los beneficios obtenidos por el vehículo; de esta forma, los REIT tradicionales evitan la doble imposición económica y, al mismo tiempo, el diferimiento de la tributación de las rentas obtenidas por el vehículo, con lo que los beneficios, obligatoriamente distribuidos, son objeto de gravamen entre los inversores. También destacan otras dos cualidades adicionales en los mismos: la ausencia de restricciones relevantes en cuanto a la tipología de los inmuebles que cualifican como inversión apta para la aplicación del régimen fiscal especial; y la negociación de los títulos del vehículo en los mercados organizados.

mayores restricciones en la tipología de inmuebles en los que invertir (por ejemplo, la obligación de mantener, al menos, un 50% de la inversión en viviendas, residencias de estudiantes y residencias para la tercera edad, o el límite de la inversión en vehículos societarios del 15% del total de activos). Las IIC inmobiliarias no han logrado triunfar en España, a pesar de su atractivo fiscal, por las restricciones señaladas (Viñuales, 2010).

En plena crisis del mercado inmobiliario español, el regulador cambió su consideración con relación al lanzamiento de un régimen REIT español.

Así, La Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) persigue, mediante la combinación de un régimen sustantivo específico y un régimen fiscal especial, impulsar el mercado del alquiler en España elevando su profesionalización, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, incrementar la competitividad en los mercados de valores españoles y dinamizar el mercado inmobiliario, obteniendo el inversor una rentabilidad estable de la inversión en el capital de estas sociedades a través de la distribución obligatoria de los beneficios a sus accionistas. El régimen sustantivo específico previsto para las SOCIMI en cuanto al objeto social y la obligación de distribuir beneficios coinciden esencialmente con los de los regímenes REIT europeos, sin embargo, el régimen fiscal especial de las SOCIMI no se asemeja al régimen fiscal de éstos últimos, puesto que preveía que las rentas estuvieran sujetas a una tributación del 19% en el Impuesto sobre Sociedades.

Posteriormente, la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, introduce una serie de medidas tributarias que modifican exponencialmente su atractivo y viabilidad como vehículo de inversión en el mercado inmobiliario (no sólo español), con lo que las SOCIMI tributan al 0% en el Impuesto sobre Sociedades con relación a las rentas obtenidas en su actividad, aunque si los beneficios distribuidos a un socio que tenga, al menos, el 5% de su capital quedasen exentos o estén sujetos a una tributación inferior al 10%, la SOCIMI quedará gravada con el 19% del importe distribuido a dicho socio.

En definitiva, la mayor inversión en bienes inmuebles de los hogares españoles reduce su ahorro en activos financieros, siendo su tasa de ahorro media inferior a la de Francia, Alemania e Italia, según hemos observado anteriormente.

De tal modo, en España, la riqueza familiar está concentrada especialmente en activos ilíquidos, que no pueden convertirse rápidamente en dinero efectivo sin una pérdida significativa de su valor. Esta mayor iliquidez no es un inconveniente en momentos de bonanza económica, cuando es poco probable que las necesidades de liquidez aumenten súbitamente. De hecho, el dinamismo del mercado inmobiliario en los años de fuerte crecimiento y la posibilidad de utilizar los activos reales como colateral en las operaciones crediticias permiten la obtención de liquidez sin incurrir en costes demasiado elevados. Ello ayuda a reducir la tasa de ahorro en el periodo expansivo. En cambio, en los momentos de recesión, la caída del precio de la vivienda, que minora la riqueza familiar, supone una disminución de su consumo, siendo además, más difícil vender inmuebles rápidamente, y si se hace, se deben asumir imprtantes caídas de precio. Así, una parte del aumento del ahorro familiar (recordemos que su tasa de ahorro aumenta especialmente en el periodo 2008/2011, según hemos observado igualmente con antelación) se explica por la elevada concentración de su riqueza en activos inmobiliarios (Pina, 2011).

Naredo y Carpintero (2011) invitan a diversificar este modelo, caracterizado por el excesivo peso de la vivienda en propiedad, y aconsejan varias soluciones para desatascar la situación inmobiliaria. La primera es el deber de facilitar información fidedigna del mercado, en vez ocultarla o deformarla, y, por tanto, reclaman transparencia e información homogénea, pues son las caídas de los precios las que contribuyen a darle salida y, si se tratan de maquillar o desactivar, el ajuste del mercado se demora. Y la segunda pasa por favorecer la presencia de entidades mayoristas especializadas que operen en el mercado de alquiler generando productos financieros vinculados al mismo que ofrezcan seguridad a largo plazo, en línea con otros países europeos. Proponen, en suma, abrir camino hacia modelos más diversificados del parque de viviendas y de los productos de inversión que puedan favorecer el acceso a la vivienda primando el uso y disfrute en régimen de alquiler tanto libre como social que reconduzcan parte del stock existente. Ambos aspectos, combinados con un mayor equilibrio entre la inversión financiera y no financiera de las familias, contribuyen a aportar liquidez a los activos inmobiliarios y a corregir las ineficiencias pasadas.

Analizada la evolución de los activos no financieros, nos centramos en sus activos financieros (ActFinH), que aumentan en la Eurozona (+6%) con relación a la renta bruta disponible de los hogares (RBDH), según se ha detallado anteriormente en el cuadro nº 26[116], aunque en menor medida que en Alemania (+9%) y Francia (+9%). En cambio, en Italia (-3%) y España (-4%) decrecen.

En España, esta evolución sufre en el año 2008 un severo ajuste, y aunque entre 2009/2012 se recupera parcialmente, no consigue alcanzar el registro del año 2007.

No obstante, Nieto (2012) indica que este ajuste es compatible con el aumento de la tasa de ahorro familiar por el menor dinamismo de sus pasivos financieros. Desde entonces, los hogares españoles se están desendeudando y que han aprovechado los años de crisis para reducir su deuda y elevar su riqueza financiera[117].

Las cotizaciones bursátiles de sus activos de renta variable, aunque no sean el principal componente de su riqueza financiera, la condicionan parcialmente (debemos tener presente que los activos financieros más extendidos de los hogares europeos, y especialmente españoles, son hasta la fecha los depósitos).

Enn este sentido, uno de los factores que impulsó la revalorización bursátil de las empresas españolas hasta la llegada de la crisis de 2007 fue la inversión de capitales extranjeros, que ayudaron a dinamizar su crecimiento con el desarrollo y la ejecución de proyectos empresariales, aunque, en el caso de España, este dinamismo de su economía sustentado en financiación ajena, con lo que su ausencia desde que comenzara la crisis financiera ha supuesto una rémora para el desarrollo de su economía. No olvidemos que España se ha convertido así en uno de los países con mayor deuda externa privada del Mundo[118].

A partir del año 2007 los principales índices bursátiles europeos se desploman, especialmente los españoles. El cuadro nº 29 muestra su evolución:

[116] Cuadro nº 26 (pág. 71 de la presente Tesis).
[117] Mientras entre 2012/2014 la renta bruta disponible familiar se ha mantenido estabilizada, su volumen de activos financieros aumenta un 10,7% hasta 1,94 billones de euros corrientes. Fuente: Eurostat (23.10.2015).
[118] El Banco Mundial define la *deuda externa* como la que pertenece o se debe a personas e instituciones no residentes en el país, ya sea en dinero, bienes o servicios.

Cuadro nº 29

Rentabilidad	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 2000/2012
Depósitos a plazo															
Eurozona	n.a.	4,22	4,06	3,34	2,14	1,96	2,00	2,68	3,77	4,33	2,12	2,17	2,69	2,78	2,94
Alemania	n.a.	4,76	4,33	3,66	2,23	2,03	1,99	2,65	3,75	4,14	1,61	1,32	1,64	1,44	2,73
Francia	n.a.	4,62	4,48	3,49	2,44	2,16	2,23	2,79	3,67	4,06	2,12	1,91	2,35	2,44	2,98
Italia	n.a.	2,93	3,21	2,46	1,68	1,50	1,52	1,90	2,65	3,15	1,43	1,17	2,27	2,98	2,22
España	n.a.	n.a	n.a.	n.a.	2,09	2,01	2,06	2,74	3,82	4,60	2,50	2,46	2,73	2,60	2,76*
Índices bursátiles															
Dow Jones Euro Stoxx	122,5	159,6	126,6	98,0	80,2	94,6	110,6	134,6	156,8	118,2	88,2	100	96,6	90,4	112,6
CDAX - Alemania	109,8	139,5	105,3	80,7	62,6	77,0	89,1	111,1	138,0	109,8	82,6	100	104,8	105,2	101,1
SBF250 - Francia	107,1	146,8	118,8	92,9	77,7	92,9	109,3	132,9	150,3	112,9	87,4	100	98,1	92,7	108,6
MIB - Italia	144,7	187,9	152,5	120,9	109,1	125,6	149,5	173,0	189,8	131,7	94,2	100	91,3	77,1	132,0
IGBM - España	83,0	93,4	79,2	67,5	65,4	79,8	98,4	122,9	151,4	118,6	96,8	100	90,3	71,4	94,2

Depósitos a plazo de los hogares: TEDR de nuevas operaciones (tipo de interés efectivo definición restringida, equivale a TAE sin comisiones). Tipo medio. Datos en porcentaje (%). Índices bursátiles: Escala (2010 = 100). Media anual. Fuente: OCDE. n.a.: datos no disponibles. * Media 2003/2012. Fuente: BCE (Depósitos a plazo) y OCDE (Índices bursátiles) (16.05.14).

La literatura económica evidencia la relación entre el ahorro y la riqueza familiar, sus activos financieros y no financieros. Numerosos los trabajos observan la influencia de los precios en el patrón de consumo (o de ahorro) familiar.

Bernanke y Gertler (1989) indican que el precio de la vivienda entendida como garantía básica afectaba a la cantidad de crédito a la que podían acceder los hogares y que, por tanto, influía en su nivel de consumo.

Yoshikawa y Ohtake (1989) consideran que la tasa de ahorro de los inquilinos que planifican la adquisición de una vivienda aumenta cuando se eleva su precio de compra, aunque su efecto neto conjunto en propietarios e inquilinos se traduce en un aumento del consumo.

Campbell y Cocco (2004) observan que el consumo responde ante las variaciones de los precios de la vivienda, siendo este efecto riqueza positivo en los hogares mayores propietarios, no así en los jóvenes inquilinos.

Iacoviello (2004) sostiene que el incremento del precio de la vivienda tiene efectos positivos y significativos sobre el consumo, pues los prestatarios cuentan con una mayor propensión a consumir que los prestamistas. De tal manera, los hogares pueden permitirse aumentar su gasto, pues la cuantía que pueden pedir prestada es mayor y su riqueza neta queda afectada en menor medida al reducirse el valor real de sus deudas.

El aumento del precio de la vivienda implica una actualización de la riqueza de las familias que son propietarias. En cambio, una reducción en su precio provoca una contracción del efecto riqueza, o lo que es lo mismo, un efecto pobreza. Esto conlleva a que las familias se vean menos ricas, reduzcan el consumo, y por tanto, incrementen el ahorro (Taltavull, 2005).

En cambio, Engelhardt (1996) observa que las ganancias de los hogares debidas al incremento del precio de la vivienda (no diferencia las primeras de las segundas residencias) no modifican el comportamiento ahorrador, aunque si bien es cierto que su consumo se reduce cuando los hogares sufren pérdidas de capital. La existencia de esta asimetría pone en

duda el poder de los cambios en los precios de las viviendas para explicar su comportamiento ahorrador;

Levin (1998) sostiene que el consumo es sensible ante las variaciones que experimentan los ingresos y los activos financieros, pero no tanto ante los cambios en el patrimonio inmobiliario, a pesar de ser este valor muy importante en la mayoría de los hogares (analiza edades comprendidas entre 57 y 62 años).

Dynan y Maki (2001) afirman que los hogares que invierten en acciones reaccionan a las variaciones de las cotizaciones bursátiles, modificando sus hábitos de consumo en la misma dirección dentro de los dos años siguientes (por cada dólar de revalorización, aumenta el consumo entre 5 y 15 centavos de dólar), y los que no invierten en estos activos financieros no modifican su comportamiento. La volatilidad de los mercados bursátiles hace que el valor de su patrimonio financiero fluctúe constantemente. Este comportamiento es difícil de medir.

Juster et al. (2006) sostienen que la tasa de ahorro disminuye con plusvalías en renta variable, siendo este efecto mayor que el de las ganancias de capital sobre viviendas u otros bienes inmuebles.

Sinai y Souleles (2003) consideran que el efecto riqueza de los mercados de valores sobre el consumo familiar no sería extrapolable al mercado de bienes raíces por la existencia de motivaciones hereditarias favorecidas por la regulación fiscal, por la consideración de sus efectos como temporales o inciertos, por ser sus plusvalías transitorias o por su voluntad de querer acumular distintas clases de riqueza como un fin en sí mismo.

Aún así, Bayoumi y Edison (2003) y Matsubayashi (2006) observan el mayor efecto que sobre el consumo privado tiene la riqueza financiera con relación a la residencial en aquellos países que se sustentan en sistemas financieros de mercado frente a los que están basados en sistemas financieros bancarios. Esta relación dependerá de la tipología del sistema financiero y del grado de regulación existente en el mercado (Ludwing y Slock, 2004).

Autores como Barata y Pacheco (2003) para la Unión Europea (no así para Estados Unidos y Reino Unido); Pichette y Tremblay (2004) para Canadá; Case, Quigley y Shiller (2005); Carroll, Otsuka y Slacalek (2006); y Rapach y Strauss (2006) para Estados Unidos, observan el mayor efecto de la riqueza residencial sobre el consumo que el de la financiera. En cambio, Dvornak y Kohler (2007) observan efectos muy similares de la riqueza, tanto residencial como financiera sobre el consumo.

Más recientemente, el reciente estallido de la burbuja inmobiliaria en varios países desarrollados ha permitido una actualización de estas teorías y estudios. Así, Schularick y Wachtel (2012) afirman que el ahorro familiar se reduce hasta el estallido de la crisis en 2007 por el aumento de su riqueza financiera y el crecimiento del endeudamiento acompañado de la revalorización de los precios de la vivienda.

Según Fernández y Jiménez (2010), la corrección de los precios de la vivienda tras años de crecimiento excesivo podría tener un impacto negativo permanente sobre el nivel de riqueza no financiera. Las caídas en la riqueza de los hogares merman su capacidad de endeudamiento, y por tanto, su capacidad de consumo, dado que suponen una revisión a la baja del valor del colateral disponible a la hora de solicitar un préstamo, y en consecuencia, contribuyen al repunte de su ahorro.

García Coto y Calvo (2011) afirman que el escenario de un ajuste a la baja en el valor de la vivienda, derivado de la caída de precios, de la iliquidez instalada en el mercado y del elevado número de casas pendientes de ser vendidas, impone una revisión integral del mismo, lo que conlleva un cambio de mentalidad en la que la vivienda se considere un bien de uso, con lo que se reduce su empleo intensivo como producto de inversión.

En efecto, según indica Cuadro-Sáez (2011), la riqueza influye positivamente en la disposición a consumir, y por tanto, negativamente en la propensión al ahorro. Un fuerte incremento de la riqueza inmobiliaria y la posibilidad de acceder a líneas de crédito garantizadas por inmuebles contribuyen al descenso de la tasa de ahorro, y la caída de precios y el brusco descenso de la riqueza neta registrados en crisis favorecen notablemente la recuperación de la tasa de ahorro. En definitiva, la vivienda es causa de riqueza económica para los hogares en los años de crecimiento económico por la revalorización de sus precios, lo que hace que no vieran necesario aumentar su nivel de ahorro (Del Olmo, 2011).

3.3.2) Endeudamiento familiar

Antes de analizar la influencia del endeudamiento sobre el ahorro en los hogares es preciso tener presente la evolución de la oferta monetaria (OM)[119] de la economía.

$$OM = E + D = M \cdot BM$$

- *Dinero líquido o efectivo* (E): Incluye el conjunto de billetes y monedas en circulación en manos de familias y empresas no financieras.
- *Dinero bancario* (D): Está formado por los depósitos bancarios, es decir, los distintos depósitos (a la vista, de ahorro o a plazo) que poseen los agentes económicos (familias y empresas no financieras) en los bancos comerciales. No obstante, éste solamente está respaldado en una parte por dinero *tangible*. La parte del dinero bancario que existe físicamente denominada *reservas bancarias* (RB) se corresponde con la proporción de depósitos que los bancos comerciales mantienen en forma líquida y no pueden prestar a otros clientes porque lo exige el banco central (*coeficiente legal de caja*), y porque los bancos comerciales deben asegurar la liquidez de sus clientes, es decir, ser capaces de convertir un depósito en efectivo en el momento en que un cliente lo desee (*efectivo en caja*)**.**
- *Multiplicador monetario* (M): Representa la capacidad de creación de dinero bancario por parte de los bancos comerciales. $M = [(A + 1) / (A + W)]$, siendo "A" la proporción de los depósitos bancarios que mantienen los agentes económicos en forma de dinero efectivo (coeficiente de efectivo), y "W" la proporción de los depósitos bancarios que los bancos comerciales mantienen en forma de *reservas bancarias* (RB), y su valor dependerá mayoritariamente del valor del coeficiente legal de caja establecido por el banco central aunque las reservas mínimas deberán ser, al menos, del 2%..
- *Base monetaria* (BM): Es el dinero a partir del cual se genera la oferta monetaria, y por lo tanto, está constituida por *efectivo* (E) y *reservas bancarias* (RB). $BM = E + RB$

Lastrapes (2002) indica que los *shocks* positivos de la oferta monetaria inciden en el mercado de la vivienda a corto plazo, aumentando sus precios y el número de sus unidades vendidas.

El cuadro nº 30 muestra la evolución de los agregados monetarios (M1, M2 y M3)[120] de la Eurozona. Así, el dinamismo de la tasa de crecimiento del agregado monetario M3 es muy elevado hasta el año 2008. Sin embargo, a partir de entonces, se estanca de manera evidente:

[119] La *oferta monetaria* (OM) se define como la cantidad de dinero disponible en una economía y se mide a través de sus agregados monetarios (M1, M2 y M3).

[120] El primer agregado monetario (M1), u oferta monetaria en sentido estricto, está formado por el efectivo en circulación más los depósitos a la vista. El segundo agregado monetario (M2), u oferta monetaria en sentido

Cuadro nº 30

TCrecOM Eurozona	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
M1	11,0	5,3	9,7	9,9	9,8	8,3	17,8	8,1	3,8	3,9	12,8	4,6	2,1	6,3	5,6
M2	5,8	3,7	9,2	6,5	6,6	6,3	9,3	9,4	10,5	9,3	2,1	2,5	2,2	4,5	2,4
M3	5,4	4,2	11,2	6,7	6,6	6,3	8,4	9,5	11,6	8,7	-0,5	-0,7	2,2	3,0	0,5

Tasa de crecimiento de la oferta monetaria (TCrecOM) por agregados monetarios (M1, M2 y M3). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat (15.03.15).

Asimismo, la implementación de la política monetaria[121] del BCE, especialmente a raíz de la crisis financiera internacional, tiene sus efectos en el acceso a la financiación de los hogares y las empresas. En términos generales, una política monetaria *expansiva* aumenta la oferta monetaria, provoca la disminución del tipo de interés del mercado y favorece la inversión privada y, por tanto, el nivel de producción y el empleo.

El estallido de la crisis económica genera una situación de desconfianza por impago, y muchos bancos, totalmente reacios a conceder créditos, aumentaron sus restricciones y elevaron sus tipos de interés, haciéndose cada vez más difícil conseguir financiación (González Cruz y Giner, 2014).

En efecto, en las principales economías desarrolladas, desde las primeras turbulencias financieras surgidas en el verano de 2007, las autoridades monetarias han combatido la contracción de liquidez en los mercados monetarios con el fin de restablecer el crédito y

amplio, añade a M1 el dinero en depósitos bancarios con un plazo de vencimiento menor a dos años, así como los depósitos en los que sea posible su rescate con un preaviso de tres meses. El agregado monetario más amplio (M3) añade a M2 el dinero invertido en otros instrumentos financieros, fundamentalmente fondos del mercado monetario, cesiones temporales de activos y títulos de deuda privada o pública de vencimiento menor a dos años.

[121] La *política monetaria* son las decisiones que toma un banco central con relación al control de la oferta monetaria, y su dirección incluye dos componentes básicos: la señalización de la orientación monetaria, que suele hacerse a través del anuncio de objetivos para las tasas de interés a muy corto plazo, y las operaciones de gestión de la liquidez, definidos en sentido amplio para englobar diversos aspectos del marco operativo (referidos a los términos y condiciones aplicables a la provisión de liquidez del banco central) que suelen mantener la orientación deseada influyendo sobre la tasa de interés de mercado para que guarde consonancia con la tasa oficial. Aunque existe una separación entre las dos funciones, las operaciones de gestión de la liquidez también se pueden utilizar de forma deliberada para influir sobre determinados componentes del mecanismo de transmisión monetaria, como por ejemplo, ciertos precios de activos, rendimientos y condiciones de financiación. En este caso, su función deja de ser meramente pasiva para convertirse en parte integral de la orientación general de la política monetaria. Este tipo de operaciones suelen conllevar modificaciones sustanciales en términos de tamaño, composición y perfil de riesgo de los balances de los bancos centrales, se denominan con la expresión *política de balance.* La más habitual es la intervención esterilizada en el mercado de divisas, que consiste en comprar o vender divisas para influir sobre el tipo de cambio sin afectar a la tasa de interés oficial. Durante la crisis la política de balance también se utilizó para influir sobre las tasas de interés a plazo del mercado monetario, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo y diversos diferenciales de riesgo. Aunque la justificación, los mecanismos, los canales de influencia y las repercusiones sobre los balances sean análogos a los de la intervención en el mercado de divisas, la elección de mercado es atípica y, en algunos casos, inédita. Esta elección confiere el carácter *no convencional* a las medidas recientemente adoptadas por los bancos centrales, y no la estrategia general de intentar influir sobre determinados componentes del mecanismo de transmisión, además de sobre la tasa de interés oficial. (Disyatat, 2009). Por lo tanto, en términos de la adopción de decisiones del BCE*,* no hay una secuencia predeterminada de medidas convencionales y no convencionales. Por ejemplo, en abril de 2011, el Consejo de Gobierno subió el tipo de las operaciones principales de financiación antes de haber suprimido gradualmente todas las medidas no convencionales (González-Páramo, 2011). En opinión de Benford, Berry, Nikolov, Robson y Young (2009), las políticas no convencionales de expansión monetaria cuantitativa de los balances de los bancos centrales deben ser consideradas como una extensión natural de sus operaciones convencionales cuando los tipos de interés oficiales alcancen niveles muy bajos.

recuperar el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria. De tal modo, hasta otoño del 2008, las medidas adoptadas en la Eurozona, Estados Unidos y Reino Unido se realizaron sin necesidad de modificar los procedimientos existentes y sin que cambiara el tamaño de los balances de los bancos centrales de una manera significativa[122]. El 15 de septiembre de 2008, con la quiebra de *Lehman Brothers*, se desató a escala mundial la desconfianza sobre las condiciones de solvencia de las entidades y el sistema financiero internacional vivió los momentos más difíciles de su historia. A partir de este momento, la crisis comenzó a propagarse rápidamente a la economía real, y la respuesta de los bancos centrales fue unánime y concertada. El 8 de octubre de 2008 el Banco Central Europeo, la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá, el Banco de Suecia y el Banco de Suiza, apoyados también por el Banco de Japón, determinaron una disminución conjunta de sus tipos oficiales y la intervención en los mercados de divisas para facilitar liquidez en moneda extranjera, fundamentalmente dólares. Junto a estas acciones, cada banco central también puso en marcha medidas de política monetaria *no convencional* adaptadas a su entorno institucional[123] cuyo objetivo esencial era prestar apoyo a los principales mercados de crédito mediante compras de activos financieros o facilidades especiales de crédito. Estas acciones convirtieron a los bancos centrales en importantes intermediarios en los mercados monetarios y, en consecuencia, cambiaron el volumen, la composición, la complejidad y el riesgo de sus balances (Esteve y Prats, 2011).

Ahora bien, las medidas no convencionales del BCE no son independientes de la política convencional de tipos de interés, sino, antes bien, complementarias. Aunque la orientación de la política monetaria señala el tipo de las operaciones principales de financiación, y las medidas no convencionales se dirigen a mantener el mecanismo de transmisión de la política monetaria, tanto las medidas convencionales como las no convencionales se complementan para lograr la estabilidad de precios en la Eurozona (González-Páramo, 2011).

Aún cuando la eficacia de las medidas de los bancos centrales para atenuar la crisis y restablecer el funcionamiento de los mercados dependa de su capacidad para catalizar el proceso de intermediación financiera en el sector privado, en términos generales, sus intervenciones suavizaron las tensiones de liquidez y las condiciones de financiación en las familias y las empresas (Disyatat, 2009; Lenza, Pill y Reichlin, 2010; Abbassi y Linzert, 2011; Giannone, Lenza, Pill y Reichlin, 2011).

Zeldes (1989) indica que las restricciones de liquidez o las limitaciones en el acceso al crédito traen como consecuencia que los hogares que deseen aumentar su consumo presente para adaptarlo a su patrón de consumo vital no puedan hacerlo. En la misma línea, Japelli y Pagano (1994) afirman que cuando los individuos no pueden financiar el consumo con

[122] Los tipos de interés interbancarios son el primer eslabón del proceso de transmisión monetaria. Si el mercado monetario no funciona bien, la transmisión de las variaciones del tipo oficial al sector real es más errática e impredecible, y la capacidad de la política monetaria queda mermada para influir en las perspectivas de estabilidad de precios a través, exclusivamente, de ajustes en los tipos de interés. En este contexto, las medidas convencionales de política monetaria, basadas en las modificaciones en los tipos oficiales, son insuficientes para garantizar la transmisión de la orientación de la política monetaria a las entidades de crédito y, por ende, a la economía real. Así pues, en estas circunstancias excepcionales se hace necesaria la adopción de medidas extraordinarias que potencien otros canales de transmisión monetaria y permitan garantizar la estabilidad de precios a medio plazo (Esteve y Prats, 2011).

[123] La estructura de cada economía condiciona la política no convencional de cada banco central por la manera en la que familias y empresas obtienen financiación. Así, por ejemplo, la financiación de la economía europea depende del sector bancario, mientras que la economía estadounidense lo hace de los mercados de capitales (BCE, 2009a).

crédito, el nivel de ahorro agregado aumenta con respecto al existente en ausencia de restricciones de liquidez; y Kirsanova y Sefton (2007) consideran que la tasa de ahorro de un país con restricciones en el acceso al crédito será superior a otro en el que éstas no existan.

En una crisis económica los hogares moderan el consumo y aumentan el ahorro para atender su endeudamiento, lo que conduce a una corrección de su desequilibrio financiero (Laborda, 2008). Así, las decisiones de consumo y ahorro familiares suelen estar condicionadas por la existencia de restricciones de liquidez en los momentos en los que su riqueza y renta corrientes son limitadas, y por la necesidad de acumular un volumen de activos líquidos para acceder a la financiación requerida en la adquisición de una vivienda. Este condicionamiento afecta cuando el valor del activo real es elevado, siendo los hogares jóvenes los que suelen verse especialmente afectados (Nuñez, 2008).

Los hogares que cuentan con una menor solvencia tienen dificultades para alcanzar el consumo deseado, dado que su acceso a la financiación suele ser más complicado por las limitaciones de las entidades de crédito y su coste financiero también más elevado, lo que provoca que su endeudamiento y consumo sea menor, y su ahorro mayor. De tal modo, los cambios en las condiciones de acceso al crédito y su precio pueden impulsar su tasa de ahorro (Berry, Willians y Waldron, 2009).

Fernández y Jiménez (2010) sostienen que la evolución de la recepción de créditos al consumo de los hogares está intrínsecamente ligada a la demanda de fondos. Ahora bien, en una fase contractiva del ciclo económico, el endurecimiento de las condiciones de concesión del crédito, distintas de las relativas a los tipos de interés, es un factor que contribuye adicionalmente al repunte del ahorro de los hogares.

Del Olmo (2011) indica que la baja tasa de ahorro de las familias españolas en los años de crecimiento económico se relaciona con el fuerte endeudamiento que asumieron, originado por los bajos tipos de interés y por la facilidad existente de acceso al mercado de crédito.

Cuadro-Saéz (2011) sostiene que las restricciones en el acceso al crédito influyen positiva y significativamente sobre el esfuerzo ahorrador de los hogares, dificultando el adelanto del consumo, y evidencia que la liberalización financiera encaminada a favorecer el acceso de los hogares a la financiación para estimular su consumo y la inversión en vivienda, reduce su tasa de ahorro. En consecuencia, tras la crisis, el sistema financiero queda sometido a una regulación más estricta y a un fortalecimiento de los controles, que se reflejan en una menor facilidad de acceso al crédito, en un aumento permanente del nivel de ahorro, en un freno del consumo, de la inversión y de la creación de empleo, especialmente por parte de las pequeñas y medianas empresas.

García Coto y Calvo (2011) indican que en recesión las familias, junto con los restantes agentes públicos y privados de la economía, buscan reducir las deudas contraídas durante el ciclo expansivo. Por tanto, se fomenta el ahorro como antídoto de amortización de los compromisos financieros adquiridos.

El proceso de apalancamiento de los hogares españoles se explica por el encarecimiento de la vivienda y, en menor medida, por cambios en su estructura demográfica. Asimismo, el efecto alcista que sobre la deuda tiene la mejora en la accesibilidad financiera se contrarresta por el aumento de la renta disponible familiar, aunque esta mejora se relaciona también con el encarecimiento de la vivienda. Ahora bien, los efectos de la crisis financiera traen consigo una

disminución de hogares endeudados y un menor valor real de la deuda debido a las restricciones al crédito surgidas en este periodo, al tiempo que el proceso de desapalancamiento se ve dificultado por el alto valor y elevados y plazos de la deuda, así como por el deterioro de su renta disponible (CatalunyaCaixa, 2011).

La principal fuente de financiación en la compra de vivienda procede de los ingresos derivados de la venta de una vivienda previa, pues otorgan notables plusvalías a los propietarios quienes reinvierten mayoritariamente en el mismo sector. Los préstamos constituyen la segunda fuente de financiación del mercado de vivienda, desplazando a un tercer lugar a otras fuentes de ahorro o desinversión de otros activos de los hogares (Naredo, Carpintero y Marcos, 2008). El principal *talón de Aquiles* del boom inmobiliario es la creciente necesidad de financiación que demanda, que succiona el ahorro familiar (Naredo y Carpintero, 2011).

Cuadro nº 31

Pasivos financieros s/RBDH	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	78,0	80,0	81,5	83,8	86,8	89,8	94,7	99,2	101,6	101,2	104,4	106,6	105,9	105,8	+36
Alemania	107,6	109,0	106,7	106,7	105,5	104,0	101,5	99,2	96,1	92,7	92,8	90,4	88,0	86,8	+19
Francia	68,1	66,0	66,1	67,5	70,5	72,6	78,6	82,9	86,8	86,5	93,7	98,8	99,4	100,4	+47
Italia	38,2	41,7	43,5	46,0	48,9	52,5	56,9	61,6	65,7	66,7	71,2	73,7	73,8	74,7	+96
España	79,2	81,5	84,5	91,0	99,0	109,2	120,9	134,0	139,4	134,6	132,2	136,8	133,4	132,1	+67

Pasivos financieros consolidados de los hogares sobre su renta bruta disponible (RBDH) deflactados por IPCA (Base 1999). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat, OCDE y elaboración propia (18.05.14).

La proporción de pasivos financieros de los hogares de la Eurozona en relación a su RBDH aumenta (+36%) entre 1999/2012. Mientras en Francia, Italia y España lo hace por encima de la media europea, en Alemania desciende (-19%), presentando los hogares españoles el ratio más elevado al final del periodo analizado (132,1%), según se observa en el cuadro nº 31.

El endeudamiento bancario es el principal pasivo financiero de los hogares, y su crecimiento procede básicamente de la formalización de préstamos para la adquisición de vivienda. El cuadro nº 32 detalla su evolución:

Cuadro nº 32

Hogares Deuda bancaria	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona															
Ptmos vivienda	55,6	57,0	57,4	58,4	58,8	59,8	61,5	62,0	62,0	60,9	60,8	62,0	62,4	63,2	60,1
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Alemania															
Ptmos vivienda	62,8	63,2	64,2	65,1	65,6	66,1	66,7	68,0	68,2	68,3	68,5	68,6	68,7	69,3	66,7
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Francia															
Ptmos vivienda	62,2	62,7	63,4	65,0	66,1	69,3	71,6	74,1	75,2	77,8	77,1	79,2	n.a.	n.a.	70,3*
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Italia															
Ptmos vivienda	32,8	38,1	43,0	48,0	51,1	52,9	55,2	56,3	56,5	55,3	54,0	52,6	53,2	53,6	50,2
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
España															
Ptmos vivienda	61,3	62,8	66,0	66,6	68,3	70,3	72,8	73,5	74,0	74,1	74,7	75,2	76,1	76,5	70,9
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Préstamos para la adquisición de vivienda (Ptmos vivienda) y deuda bancaria total (Total) deflactados por IPCA (Base 1999). Datos en porcentaje (%). n.a.: datos no disponibles. *Media 1999/2010. Fuente: Eurostat, BCE, OCDE y elaboración propia (18.05.14).

El reducido peso del crédito hipotecario en Italia se debe a que algunas fisuras del marco institucional a la hora de asegurar la posición de los prestamistas no han incentivado esta modalidad de crédito (Naredo y Carpintero, 2011).

El volumen de préstamos destinados a la adquisición de vivienda se incrementa en mayor medida en los países cuyo coste financiero es menor.

Cuadro nº 33

Media 2000/2012	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Ptmos vivienda	4,14	4,30	4,45	4,89	4,55
Ptmos consumo	8,67	8,50*	6,77	6,97	7,37
Ptmos revolving, descubiertos y tarj. Crédito	12,06	8,30	10,47	10,74	9,90

TEDR: Tipo de interés efectivo definición restringida (Equivale a TAE sin comisiones). Tipo medio (%). *Media 2003/2012. Fuente: BCE (18.05.14).

Según detalla el cuadro nº 33, el precio medio de la nueva financiación destinada a la adquisición de vivienda es inferior en España a la media de la Eurozona y al resto de sus principales economías.

En España, las escasas turbulencias en los mercados financieros, que sumadas a un entorno con bajos tipos de interés permite una fuerte expansión de la financiación hipotecaria (Malo de Molina y Restoy, 2004).

La oferta hipotecaria de las entidades financieras españolas alcanza porcentajes de financiación muy elevados y plazos de amortización muy flexibles. Esta política estimula la adquisición de vivienda frente al alquiler, cuya oferta se reduce paulatinamente dificultando la emancipación de la juventud, el asentamiento de la inmigración y, en general, la movilidad laboral (Leal, 2005).

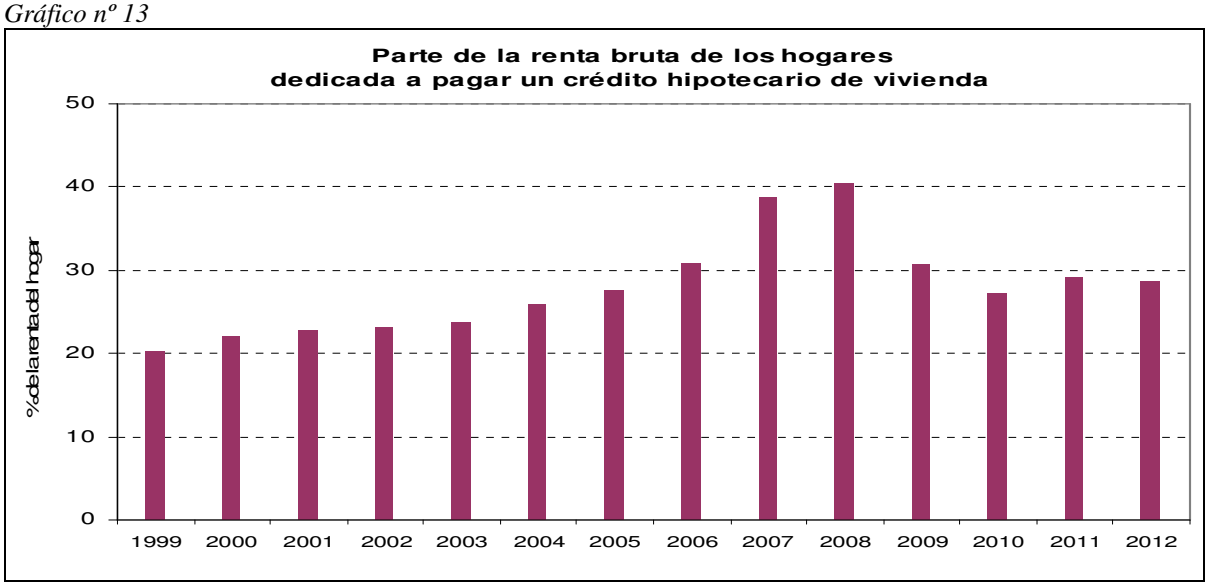
La relación de las empresas de tasación con las entidades crediticias favorece la posibilidad de obtener créditos por encima del valor real de la vivienda mediante el aumento de su valor de tasación (García-Montalvo, 2006).

La importancia de la construcción nueva en el ciclo inmobiliario reclama de los hogares medios de financiación adicional potentes. La reducción de los tipos de interés y el alargamiento de los plazos de devolución, unidos al aumento de valor de los inmuebles hipotecados, posibilitan la expansión sin precedentes del endeudamiento de los hogares (Naredo, Carpintero y Marcos, 2008).

De tal modo, el esfuerzo de compra de los hogares españoles se intensifica y alcanza su cota máxima en el año 2008. Esta tendencia cambia con la crisis. La menor demanda de financiación de inmuebles, la menor disponibilidad de recursos existente en mercados mayoristas y el endurecimiento de las propias condiciones en la oferta de crédito de las entidades financieras influyen en dicho cambio (Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España, Enero 2008).

El gráfico nº 13 muestra a continuación la evolución del ratio de esfuerzo para la compra de una vivienda de un hogar medio en España:

Gráfico nº 13



Ratio de esfuerzo de la compra de vivienda para un hogar medio: Es el porcentaje de la renta del hogar que suponen las cuotas a pagar en el primer año tras la formalización de un préstamo hipotecario por el 80% del valor de la vivienda una vez descontadas las deducciones fiscales correspondientes a dicha compra (media de los cuatro trimestres de cada año). Fuente: Barómetro social de España, Colectivo Ioé (18.05.14).

La relación entre la deuda y los ingresos de los hogares alcanza su máximo histórico en las economías avanzadas durante los años previos a 2007. El auge de los precios de los activos inmobiliarios en países como España, Estados Unidos, Irlanda, Islandia o Reino Unido, entre otros, permite mantener la relación entre deuda y activos de los hogares estabilizada y enmascarar su cada vez mayor exposición a un descenso brusco de los precios. Cuando estalla la burbuja y se produce la bajada del precio de los activos y la disminución de los ingresos de los hogares de una forma simultánea, la riqueza familiar se reduce con relación a su nivel de deuda, por lo que los hogares tienen más difícil cumplir con el pago de sus hipotecas (Leigh et al., 2012).

Esta circunstancia afecta con especial intensidad los hogares españoles más pobres, que concentra los sectores de población sin empleo, con empleo precario, escasos recursos y con una mayor carga de deudas (adquisición de vivienda, reformas en el hogar, préstamos coche, créditos para pequeños negocios,..). La Encuesta Financiera de las Familias[124] en su edición del año 2011 registra que el ratio de esfuerzo que supone un pago anual de las deudas para el 20% de los hogares con menores ingresos es muy elevado (46,2%), según el cuadro nº 34. Esta situación es el corolario de un modelo imperante basado en un salario real prácticamente congelado desde el año 1994 y un consumo financiado con un endeudamiento creciente (Colectivo Ioé, 2015).

Cuadro nº 34

Deuda hogares por tramos de renta EFF de 2011	0-20	20-40	40-60	60-80	80-90	90-100
Deudas s/ ingresos	46,2	26,6	20,6	17,3	11,9	8,8

Cuota anual de las deudas de los hogares sobre sus ingresos anuales (%) por tramos de renta de menor (0-20) a mayor (90-100). Encuesta Financiera de las Familias Españolas 2011. Fuente: Colectivo Ioé.

[124] La Encuesta Financiera de las Familias (EFF), elaborada por el Banco de España con la colaboración del Instituto Nacional de Estadística (INE) y la Agencia Tributaria, tiene por objetivo obtener información detallada sobre la situación patrimonial y financiera de las familias españolas.

Esta situación se agudiza, según muestra el cuadro nº 35, pues las deudas pendientes del 25% de hogares más pobres representan el 88,2% de su riqueza neta (Colectivo Ioé, 2015).

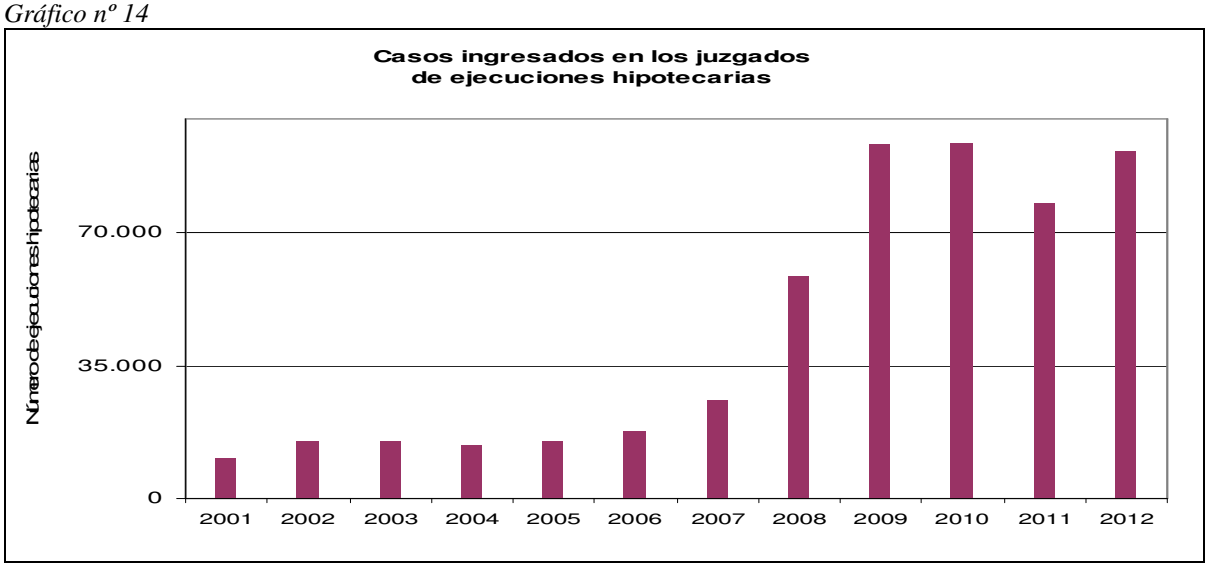
Cuadro nº 35

Deuda hogares por tramos de patrimonio EFF de 2011	0-25	25-50	50-75	75-90	90-100
Deudas s/ riqueza	88,2	30,6	15,4	10,9	7,2

Carga de la deuda pendiente de los hogares sobre su riqueza (%) por tramos de riqueza de menor (0-25) a mayor (90-100). Encuesta Financiera de las Familias Españolas 2011. Fuente: Colectivo Ioé.

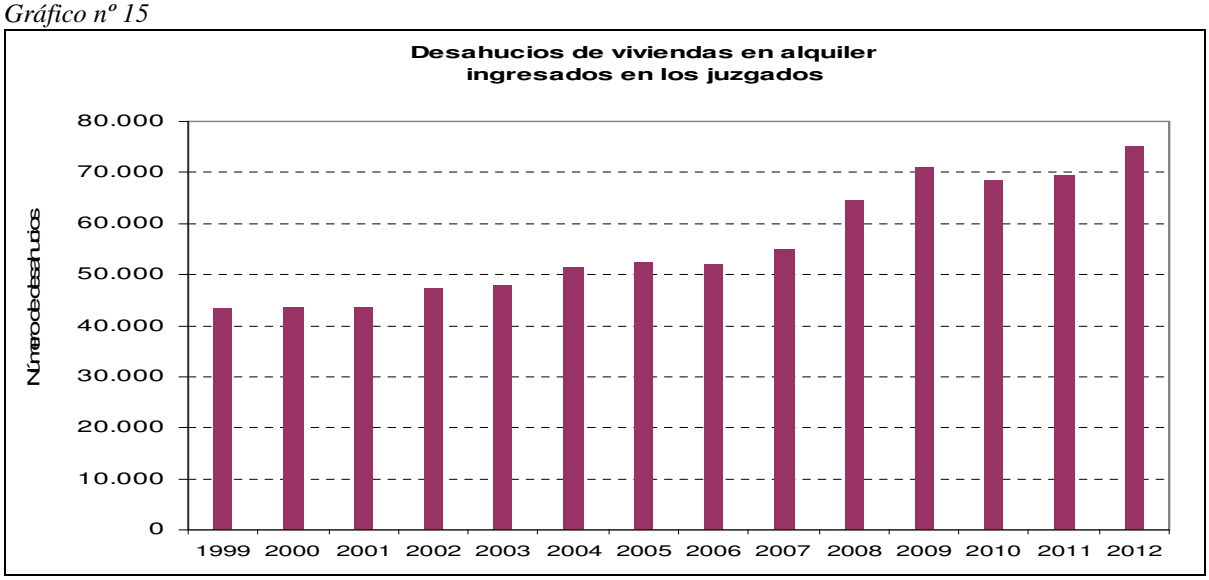
De tal modo, la crisis económica y financiera genera el impago de parte de las rentas y cuotas hipotecarias, y tiene como consecuencia inmediata la pérdida de la vivienda habitual (Fundación de Estudios Financieros, 2013). Por lotanto, aumentan las ejecuciones hipotecarias (gráfico nº 14) y los desahucios en viviendas de alquiler (gráfico nº 15):

Gráfico nº 14



Número de procedimientos ingresados en los Juzgados para exigir el pago de las deudas garantizadas al acreedor con escritura de hipoteca a su favor, debidamente inscrita en el registro de la propiedad. Habitualmente se trata de hipotecas inmobiliarias. La serie empieza en el año 2001. Fuente: Barómetro social de España, Colectivo Ioé (18.05.14).

Gráfico nº 15



Número de procedimientos de desahucio de viviendas en alquiler ingresados en los Juzgados. Fuente: Barómetro social de España, Colectivo Ioé (18.05.14).

El cuadro nº 36 visualiza la evolución del número de desalojos forzosos en España en los años más intensos de la crisis económica:

Cuadro nº 36

España	2008	2009	2010	2011	2012	Media 2008/2012
Desalojos forzosos de vivienda	26.748	33.918	47.809	62.121	70.257	36.158

Número de desalojos forzosos de la vivienda: Se efectúan como consecuencia del cumplimiento de una orden judicial de desahucio o embargo y se aplican cuando la parte afectada no abandona la vivienda por propia iniciativa. Fuente: Barómetro social de España, Colectivo Ioé. Estadística del Consejo General del Poder Judicial contabilizada desde 2008 (18.05.14).

Aún así, en España se han adoptado medidas encaminadas a la protección del deudor hipotecario que, no obstante, se han mostrado en numerosas ocasiones insuficientes para paliar los efectos más duros sobre los deudores sin recursos. Las familias, como consecuencia de la situación de desempleo o de ausencia de una actividad económica prolongada en el tiempo, han dejado de poder atender el cumplimiento de sus obligaciones derivadas de los préstamos o créditos hipotecarios concertados para la adquisición de su vivienda. Tal circunstancia y la consiguiente puesta en marcha de los procesos de ejecución hipotecaria están determinando que un segmento de la población quede privado de su vivienda, y se enfrente a muy serios problemas para su sustento en condiciones dignas. En este sentido, se adoptan una serie de medidas. Entre ellas, destacan las siguientes medidas:

El Real Decreto-Ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa. Este decreto-ley adopta una serie de medidas para reforzar la capacidad de respuesta de la economía española ante la crisis financiera internacional. Junto a otras medidas fiscales o de agilización de la constitución de sociedades, se adoptan modificaciones en el Derecho hipotecario. Así, se amplía el límite de inembargabilidad de los ingresos hasta el 150 por 100 del salario mínimo interprofesional (SMI), para aquellos deudores hipotecarios que han perdido su vivienda habitual, y un 30% adicional por cada familiar de su núcleo que no perciba ingresos superiores a dicho SMI; y con el objetivo de fomentar la seguridad jurídica en el sector inmobiliario, se incorpora al Registro de la Propiedad la información que permitirá a los adquirentes de inmuebles conocer por anticipado la posible situación litigiosa en la que estos se encuentren, incluyendo los expedientes que puedan suponer la imposición de multas o la futura demolición.

El el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos, aporta soluciones a esta situación socioeconómica en consonancia con el derecho a disfrutar de una vivienda digna y adecuada, consagrado en la Constitución española, que ha de guiar la actuación de los poderes públicos. A tal fin, se establecen diversos mecanismos para permitir la restructuración de la deuda hipotecaria de los que padecen extraordinarias dificultades para atender su pago, así como la flexibilización de la ejecución de la garantía real. Estas medidas se implementan, no obstante, sin deteriorar los elementos fundamentales de la garantía hipotecaria, sobre cuya seguridad y solvencia se viene asentando históricamente el sistema hipotecario español. La mayoría de las medidas son de aplicación para quienes se encuentren situados en el denominado umbral de exclusión, con lo que los beneficiarios son personas que se encuentren en situación profesional y patrimonial que les impida hacer frente al cumplimiento de sus obligaciones hipotecarias y a las elementales necesidades de subsistencia. Este umbral es sensible igualmente a la situación

económica de los demás miembros de la unidad familiar, así como de los titulares de las garantías personales o reales que, en su caso, existiesen.

De tal modo, el modelo de protección diseñado gira en torno a la elaboración de un *Código de Buenas Prácticas* al que, voluntariamente, pueden adherirse las entidades de crédito y demás entidades que, de una manera profesional, realizan la actividad de concesión de préstamos o créditos hipotecarios, y cuyo seguimiento se supervisa por una comisión de control integrada por representantes del Ministerio de Economía y Competitividad, Banco de España, CNMV y Asociación Hipotecaria Española. Con la aplicación de estas medidas contenidas se promueve la implicación del sector financiero español en el esfuerzo requerido para aliviar la difícil situación económica y social de muchas familias. Este Código incluye tres fases de actuación. La primera, dirigida a procurar la reestructuración viable de la deuda hipotecaria, a través de la aplicación a los préstamos o créditos de una carencia en la amortización de capital y una reducción del tipo de interés durante cuatros años y la ampliación del plazo total de amortización. En segundo lugar, de no resultar suficiente la reestructuración anterior, las entidades podrán, en su caso, y con carácter potestativo, ofrecer a los deudores una quita sobre el conjunto de su deuda. Y, finalmente, si ninguna de las dos medidas anteriores logra reducir el esfuerzo hipotecario de los deudores a límites asumibles para su viabilidad financiera, estos podrán solicitar, y las entidades deberán aceptar, la dación en pago como medio liberatorio definitivo de la deuda, pudiendo permanecer en su vivienda durante un plazo de dos años satisfaciendo una renta asumible. Asimismo, se moderan los tipos de interés moratorios de los contratos de crédito o préstamo hipotecario para disminuir la carga financiera en el caso de incumplimientos por impagos de los deudores protegidos.

Adicionalmente, las personas que hubieran sido objeto de una resolución judicial de lanzamiento como consecuencia de procesos de ejecución hipotecaria, así como las que suscriban contratos de arrendamiento como consecuencia de la aplicación de las medidas contenidas en el indicado *Código de Buenas Prácticas* se incorporan al colectivo de beneficiarios de las ayudas previstas en el Real Decreto 2066/2008, de 12 de diciembre, por el que se regulaba el Plan de Vivienda y Rehabilitación 2009-2011.

3.3.3) Riqueza neta familiar

Y en último lugar, y a modo de síntesis, se detalla la evolución de la riqueza neta de los hogares (RNH)[125] sobre su renta bruta disponible (RBDH) en el cuadro nº 37:

Cuadro nº 37

RNH s/RBDH	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	569	580	581	593	625	660	700	726	735	701	707	717	707	708	+24
Alemania	442	446	445	447	461	473	486	488	514	503	523	528	527	542	+23
Francia	522	531	527	541	589	641	706	747	759	711	707	747	758	762	+46
Italia	694	714	695	711	731	754	784	801	795	796	814	811	784	n.a.	+13*
España	840	818	860	900	973	1051	1118	1159	1133	983	921	918	873	852	+1

Riqueza neta de los hogares (RNH) sobre la renta bruta disponible de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (RBDH) deflactados por IPCA (Base 1999) (%). n.a.: datos no disponibles. *Variación 1999 vs 2011. Datos en porcentaje (%). Fuente: BCE, OCDE, Eurostat, Naredo y Carpintero (2011), Fotocasa y elaboración propia (12.05.14).

[125] Hace referencia a la riqueza total de los hogares (RTH), esto es, sus activos financieros y no financieros, menos su endeudamiento, esto es, sus pasivos financieros.

La RNH aumenta en la Eurozona (+24%) en relación a su RBDH en mayor medida que en Alemania (+23%), Italia (+13%) entre 1999 y 2012. En cambio, Francia (+46%) supera a la media europea, y España muestra un crecimiento exiguo (+1%).

Los niveles de desigualdad de los hogares se observan no sólo en su renta, sino en su riqueza neta. En este sentido, la polarización de su riqueza neta se relaciona con las diferencias en su renta[126], según se ha indicado anteriormente, con lo que la aplicación de políticas neoliberales desde los ochenta ha aumentado también la desigualdad en la riqueza.

Piketty (2014) estudia la distribución de las rentas y los patrimonios en las principales economías del Mundo, más de veinte países, con datos fiscales desde comienzos del siglo XIX[127], y concluye que si el rendimiento del capital es superior al crecimiento ($R>G$), la acumulación de capital aumenta, lo que refuerza la desigualdad, dado el asimétrico reparto de la riqueza, que conduce una potencial inestabilidad económica y social. Además, considera que la tendencia natural del capitalismo sigue esta dirección, es decir, que la economía madura tiende a crecer en menor medida que lo que renta el patrimonio, y del mismo modo que la globalización, impide que el rendimiento del capital se erosione con la acumulación. Luego, cree posible una vuelta al capitalismo patrimonial de la *Belle Époque* anterior a 1914, heredado de generación en generación, en un entorno, eso sí, de desigualdad menos extrema, con lo que rebate, porque fue una excepcionalidad histórica, la tesis dominante desde la posguerra en la que la tendencia natural es reducir la desigualdad, como sucedió entre los años cincuenta y los años ochenta, a medida que la tecnología hacía más valioso el capital humano. Precisamente para corregir la desigualdad creciente a nivel mundial con un componente cada vez más hereditario es partidario de aplicar, entre otras medidas, un impuesto global al capital, un impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) más progresivo o un aumento de la coordinación fiscal entre los Estados.

La Encuesta Financiera de las Familias (EFF)[128] confirma la desigualdad creciente en la riqueza neta de los hogares españoles. Entre 2002/2005 aumentan su patrimonio neto (+55,4%); entre 2005/2008 soportan un frenazo, aunque su riqueza neta crece ligeramente (+2,9%); y en plena crisis, entre 2008/2011 desciende (-12,5%). La media de la riqueza neta familiar casi duplica el crecimiento del PIBpm entre 2002/2011 (39,9% vs 21,5%), sin embargo es asimétrico. Mientras el cuartil de hogares más rico aumenta su patrimonio (+45%), el cuartil más pobre lo reduce (-5%) con lo que el ratio de desigualdad[129] pasa del 33,3% en 2002 al 39,4% en 2005, al 48,2% en 2008 y al 51,2% en 2011, y el crecimiento de la desigualdad entre el decil más rico y el cuartil más pobre se produce de forma constante e independiente de la coyuntura económica, con lo que el ratio entre el patrimonio medio del decil de hogares más rico y el del cuartil de hogares más pobre pasa del 54,0% en 2002, al 63,7% en 2005, al 79,7% en 2008 y al 86,7% en 2011. Luego, la desigualdad en la riqueza neta familiar es seis veces mayor que en la de su renta entre 2002/2011. Esta diferencia

[126] La renta tienen carácter de *flujo* (lo que se ingresa o gasta cada año) y depende principalmente del ritmo de crecimiento de la actividad económica (producción y consumo), y la riqueza neta tiene carácter de *stock* (lo acumulado) y su valor monetario es sensible a los vaivenes del mercado, cada vez más sujeto a procesos especulativos. Para analizar la dinámica de la desigualdad suele ser más relevante la información tipo *stock* (Colectivo Ioé, 2015)

[127] Basa su hipótesis en que la participación de las rentas del capital (A) en el PIB depende del capital acumulado en la economía con relación a su ingreso (B) y del rendimiento de éste (R): $\boxed{A = B \times R}$; y la proporción del capital en la economía (B) tiende a ser una función del ahorro (S) dividido por el crecimiento (G): $\boxed{B = S/G}$.

[128] Ediciones de los años 2002 (EFF2002), 2005(EFF2005), 2008 (EFF2008) y 2011 (EFF2011).

[129] Es el ratio que se obtiene de dividir el patrimonio del cuartil de hogares más rico y más pobre.

también se acentúa en dicho periodo, puesto que su ritmo de crecimiento es tres veces mayor (60,4% vs 18,6% respectivamente) con lo que la revalorización del patrimonio del decil más rico (de 1,14 a 2,15 billones de euros) es muy similar al 90% restante (de 1,53 a 2,51 billones de euros) (Colectivo Ioé, 2015).

3.4) Estructura poblacional

La demografía es un factor clave en el ahorro familiar y su evolución destaca como uno de los factores relevantes del comportamiento macroeconómico de los hogares. Los aspectos relacionados con la modificación en la estructura de edades de la población, y en especial aquellos que afectan a su progresivo envejecimiento, son la base de los cambios en las variables más importantes de gasto de los hogares como el consumo y la inversión en vivienda, además de tener efectos a largo plazo evidentes sobre los ingresos y gastos corrientes de las finanzas públicas, y repercusión sobre las cotizaciones sociales y las prestaciones (pensiones) dado que se financian con cargo a éstas (CatalunyaCaixa, 2007). De este modo, la influencia de los factores demográficos irá en aumento en los próximos años, salvo que se apliquen medidas correctoras.

Según la Ley 23/2013, de 23 de diciembre, que regula el factor de sostenibilidad y del índice de revalorización del sistema de pensiones de la seguridad social, los sistemas de pensiones de los países de la Unión Europea se enfrentan a importantes desafíos en el medio plazo derivados de fenómenos demográficos. Las bajas tasas de natalidad y el alargamiento de la esperanza de vida exigen la adaptación de estos sistemas para asegurar su viabilidad en el largo plazo y mantener unas pensiones adecuadas para el bienestar de los ciudadanos de más edad. España no es una excepción, y el sistema de Seguridad Social debe hacerse cargo del pago de un número creciente de pensiones de jubilación, por un importe medio superior a las que sustituyen, que deben abonarse en un periodo cada vez más largo, gracias a los progresos en la esperanza de vida. Además, concurre una circunstancia excepcional: en los próximos años accederá a la jubilación la generación denominada del *baby boom*, lo que supondrá un aumento del número de pensiones durante un periodo dilatado de tiempo (2025-2060). A la desfavorable evolución demográfica se le ha unido también la intensa crisis económica y financiera del año 2007 que ha supuesto la aparición de déficits en las cuentas de la Seguridad Social de forma anticipada.

Por lo tanto, con las recientes reformas aplicadas en España[130] será necesario trabajar más años y cotizar más tiempo para cobrar una pensión que será inferior a la que se ha venido cobrando hasta el año 2013 para iguales ingresos y cotizaciones[131]. Asimismo, actualmente las subidas anuales de las pensiones ya no se deciden en función del IPC, sino que se incrementan entre un mínimo del 0,25% y un máximo del IPC+0,50%, dependiendo de la situación económica del país.

La evolución de la población de la Eurozona se detalla en el cuadro nº 38:

[130] La Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del Sistema de la Seguridad Social, y la Ley 23/2013, de 23 de diciembre, reguladora del factor de sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social.

[131] Entre las medidas adoptadas destacan las siguientes: Cada año aumentará hasta 2027 el período de cotización exigido y la edad requerida de jubilación, con lo que sólo se podrán jubilar a los 65 años las personas con 38 años y medio cotizados, y el resto a los 67 años, aunque necesitarán 37 años cotizados para percibir toda la pensión, dos años más que hasta 2013; y en el cálculo de su base reguladora no se tendrán en cuenta las cotizaciones aportadas durante los últimos 15 años como hasta 2013, sino que se sumará un año más por cada ejercicio hasta 2022 en el que se considerarán las bases de cotización de los últimos 25 años, lo que supondrá una reducción en la cuantía de la pensión a percibir, al introducirse en el promedio sueldos más antiguos, que suelen ser inferiores.

Cuadro nº 38

Media 2000/2012	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
TCrecTBM	9,7	3,7	1,9	1,7	3,4
TCRecTBV	1,8	-0,3	4,3	-1,7	1
TCrecTBC	**11,5**	**3,4**	**6,2**	**0,0**	**4,4**

Tasa de crecimiento de TBC (TCrecTBC)**,** Tasa de crecimiento de TBM (TCrecTBM**) y** Tasa de crecimiento de TBV (TCrecTBV). Datos en porcentaje (%).Fuente: Eurostat (24.03.14).

Tasa bruta de crecimiento = Tasa bruta migratoria + Tasa bruta vegetativa

Tasa bruta de crecimiento (TBC): Variación del número de habitantes sobre la población media por cada mil habitantes; Tasa bruta migratoria (TBM): Diferencia entre el número de inmigrantes y emigrantes sobre la población media por cada mil habitantes; Tasa bruta vegetativa (TBV): Diferencia entre el número de nacimientos y defunciones sobre la población media por cada mil habitantes.

La población de la Eurozona crece básicamente gracias al saldo migratorio, que aumenta a mayor ritmo que el crecimiento vegetativo. Durante el periodo analizado, la población crece en España (+11,5%) y Francia (+6,2%) por encima de la media europea (+4,4%). Italia (+3,4%) y Alemania (0,0%) se mantienen por debajo.

En España, el crecimiento poblacional se debe principalmente a los sectores de la construcción y de los servicios, que demandan mano de obra, en su mayoría no cualificada, que se atiende con la llegada de inmigrantes. Asimismo, la política migratoria liberal aplicada es consecuencia del bajo nivel de fertilidad de la población nativa y de la contribución de los inmigrantes al control del aumento salarial, que beneficia a los empleadores y mantiene la inflación bajo control (Corsetti, Devereux, Hassler, Saint-Paul, Sinn, Sturm y Vives, 2011).

El envejecimiento de la población está condicionado por la tasa de fertilidad. En este sentido, los efectos de su proceso de envejecimiento son más pronunciados cuando sus tasas de fertilidad son bajas (García Coto y Calvo, 2011). El cuadro nº 39 muestra la evolución de la tasa de fertilidad en la Eurozona, muy inferior al ratio necesario (2,1) para mantener una población estable en el tiempo.

Cuadro nº 39

Tasa fertilidad	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona	n.a.	1,47	1,45	1,46	1,47	1,50	1,50	1,52	1,54	1,58	1,57	1,59	1,56	1,56	1,52*
Alemania	n.a.	1,38	1,35	1,34	1,34	1,36	1,34	1,33	1,37	1,38	1,36	1,39	1,36	1,38	1,36*
Francia	1,81	1,89	1,90	1,88	1,89	1,92	1,94	2,00	1,98	2,01	2,00	2,03	2,01	2,01	1,95
Italia	1,23	1,26	1,25	1,27	1,29	1,34	1,34	1,37	1,40	1,45	1,45	1,46	1,44	1,43	1,36
España	1,19	1,23	1,24	1,25	1,30	1,31	1,33	1,36	1,38	1,45	1,38	1,37	1,34	1,32	1,32

Tasa de fertilidad: Número medio de hijos que nacen vivos por mujer. n.a.: datos no disponibles. *Media 2000/2012. Fuente: Eurostat (11.03.14).

Aún cuando la tasa de fertilidad de la Eurozona es muy reducida (1,52), se observan diferencias entre sus principales economías: Francia (1,95) se sitúa por encima de la media europea, y se acerca al ratio necesario del 2,1. En cambio, Alemania (1,36), Italia (1,36) y España (1,32) por debajo. España se sitúa en el grupo de países con una tasa de fertilidad muy baja, con lo que sus efectos en el proceso de envejecimiento son más pronunciados. Esta realidad afecta de una manera inequívoca al ahorro familiar (Ferruz, Gómez y López, 2012).

Asimismo, la esperanza de vida de la población es otro aspecto a tener en cuenta. De la Croix y Licandro (1999) afirman que cuando la esperanza de vida es baja su efecto es positivo sobre el crecimiento económico, y negativo cuando es alta.

Cuadro nº 40

Esperanza vida	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	78,3	78,6	79,0	79,0	79,0	79,7	79,8	80,3	80,5	80,7	80,9	81,2	81,5	81,5	3,2
Alemania	78,0	78,3	78,6	78,6	78,6	79,3	79,4	79,9	80,1	80,2	80,3	80,5	80,8	81,0	3,0
Francia	78,9	79,2	79,3	79,4	79,3	80,3	80,3	80,9	81,3	81,4	81,5	81,8	82,3	82,1	3,2
Italia	79,6	79,9	80,3	80,4	80,1	80,9	80,9	81,4	81,6	81,7	81,8	82,2	82,4	82,4	2,8
España	78,8	79,3	79,8	79,8	79,7	80,4	80,3	81,1	81,1	81,5	81,9	82,4	82,6	82,5	3,7

Esperanza de vida de la población con menos de un año de vida. Datos en años. Fuente: Eurostat (24.03.14).

Esta tendencia creciente que indica el cuadro nº 40 a nivel europeo es similar en las principales economías de la Eurozona. En consecuencia, la edad mediana de la población aumenta, según detalla el cuadro nº 41:

Cuadro nº 41

Edad mediana	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	38,5	38,8	39,2	39,5	39,8	40,1	40,4	40,8	41,1	41,4	41,8	42,1	42,4	42,8	4,3
Alemania	39,8	40,2	40,6	40,9	41,4	41,8	42,3	42,8	43,2	43,7	44,2	44,6	45,0	45,3	5,5
Francia	37,3	37,6	37,9	38,1	38,4	38,6	38,9	39,1	39,3	39,6	39,8	40,0	40,3	40,5	3,2
Italia	40,1	40,4	40,7	41,1	41,3	41,5	41,8	42,4	42,7	43,0	43,3	43,7	44,0	44,4	4,3
España	37,4	37,7	37,9	38,1	38,3	38,6	38,8	39,0	39,2	39,4	39,9	40,3	40,8	41,3	3,9

Datos en años a cierre de año. Fuente: Eurostat (12.03.14).

No obstante, lo verdaderamente novedoso no es el envejecimiento de la población en sí mismo sino la velocidad a la que se produce (Hugh, 2011). En este sentido, el cuadro nº 42 muestra en términos relativos en la Eurozona durante 1999/2012 el mayor ritmo de crecimiento de la tasa de dependencia de la tercera edad en contraposición a la tasa de la primera edad (+4,8 % y -1,1%, respectivamente):

Cuadro nº 42

Tasa dependencia	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
1ª edad (1)															
Eurozona	24,5	24,4	24,2	24,0	23,8	23,6	23,5	23,4	23,3	23,3	23,3	23,3	23,3	23,4	-1,1
Alemania	23,1	22,9	22,6	22,3	21,9	21,6	21,2	21,0	20,7	20,6	20,5	20,3	20,0	19,8	-3,3
Francia	29,4	29,3	29,2	29,1	28,9	28,7	28,5	28,4	28,4	28,5	28,6	28,7	28,9	29,1	-0,3
Italia	21,2	21,2	21,2	21,3	21,2	21,3	21,4	21,5	21,4	21,5	21,5	21,5	21,5	21,6	0,4
España	21,8	21,4	21,2	21,1	21,1	21,0	21,1	21,2	21,2	21,5	21,8	22,1	22,4	22,6	+0,8
3ª edad (2)															
Eurozona	24,1	24,5	24,9	25,2	25,5	25,9	26,4	26,7	26,9	27,2	27,6	27,8	28,3	28,9	4,8
Alemania	23,9	24,5	25,2	25,9	26,8	27,8	28,9	29,9	30,4	30,9	31,4	31,2	31,2	31,3	7,4
Francia	24,3	24,5	24,7	24,8	24,9	25,1	25,1	25,1	25,2	25,4	25,6	25,9	26,7	27,5	3,2
Italia	26,8	27,4	27,9	28,4	28,8	29,4	30,1	30,5	30,7	30,9	31,2	31,3	32,0	32,7	5,9
España	24,5	24,7	24,8	24,7	24,4	24,0	24,2	24,0	23,8	24,1	24,6	25,2	25,7	26,3	1,8
Total (3)															
Eurozona	48,6	48,9	49,0	49,2	49,3	49,6	49,9	50,1	50,2	50,5	50,9	51,1	51,7	52,3	3,7
Alemania	46,9	47,4	47,9	48,2	48,7	49,4	50,1	50,8	51,1	51,5	51,8	51,5	51,2	51,1	4,2
Francia	53,7	53,8	53,9	53,9	53,8	53,8	53,6	53,5	53,6	53,9	54,3	54,6	55,5	56,6	2,9
Italia	48,0	48,6	49,1	49,7	50,1	50,7	51,5	52,0	52,1	52,4	52,7	52,8	53,5	54,2	6,2
España	46,3	46,1	46,0	45,8	45,5	45,0	45,2	45,2	45,1	45,7	46,4	47,4	48,1	48,9	2,6

(1) Población menor de 15 años sobre población en edad de trabajar (de 15 a 64 años). (2) Población mayor de 64 años, generalmente inactiva económicamente, sobre población en edad de trabajar (de 15 a 64 años). (3) Población menor de 15 años y mayor de 64 años, generalmente inactiva económicamente, sobre población en edad de trabajar (de 15 a 64 años). Datos en porcentaje (%) a cierre de año. Fuente: Eurostat (12.03.14).

En consecuencia, la tasa de dependencia total aumenta en la Eurozona (+3,7 puntos porcentuales). No obstante, las diferencias entre las principales economías europeas son evidentes: Este ratio aumenta en Italia (+6,2 puntos) y Alemania (+4,2 puntos) a un mayor ritmo que la media europea, no así en Francia (+2,9 puntos) y España (+2,6 puntos).

En efecto, los cambios en la tasa de dependencia de los ancianos tienen un efecto muy superior sobre los patrones de ahorro en comparación con la dependencia de los jóvenes (Meredith, 1995). En la actualidad esta realidad se evidencia una vez vistos los distintos ritmos de crecimiento entre ambas tasas de dependencia.

De este modo, la población de los países desarrollados experimenta un proceso de envejecimiento por el descenso en la natalidad y, especialmente, por el aumento de la esperanza de vida con lo que la tasa de dependencia se incrementa, lo que disminuye el crecimiento económico de largo plazo (López Díaz y Ridruejo, 2003).

Por consiguiente, el envejecimiento en la estructura demográfica no supone únicamente un reto demográfico al que debe enfrentarse la sociedad durante las próximas décadas, sino también económico (García Coto y Calvo, 2011; Ferruz, Gómez y López, 2012).

Numerosos estudios analizan la relación entre la estructura poblacional y el ahorro, aunque la literatura económica no se posiciona con un criterio unánime sobre esta cuestión.

Heller (1989), y Masson y Tyron (1990) estiman que el ahorro depende en gran medida de la edad de la población, no así Wachtel (1984), Kennickell (1990), y Bosworth, Burtless y Sabelhaus (1991) que contrastan una dependencia reducida.

Los estudios de Houthakker (1965), Modigliani (1970), Feldstein (1980), Modigliani y Sterling (1983), Koskela y Viren (1989) y Horioka (1986, 1991) sostienen que el aumento porcentual de la tasa de dependencia[132] presenta un efecto negativo en la tasa de ahorro. En esta misma línea, Doshi (1994) concluye que la esperanza de vida y la dependencia de las personas jóvenes y jubiladas muestran una relación negativa con la tasa de ahorro, al igual que los trabajos de Jappelli y Pagano (1994), Alessie, Lusardi y Kapteyn (1995) y Fall, Loisy y Talon (2001) observan que la tasa de ahorro de los jubilados decrece con la edad.

En cambio, en otros estudios los resultados alcanzados son diferentes. Así, Graham (1987) concluye que a medida que la tasa de dependencia de la tercera edad se incrementa, el efecto sobre la tasa de ahorro es positivo, no así con la primera edad; García-Durán (1992) indica que los mayores de sesenta y cinco años ahorran en promedio más que la media aunque su renta tras la jubilación sea decreciente; Börsch-Supan (1993a, 1994) concluyen que los ancianos en modo alguno desahorran al medir el ahorro como flujo de compra neta de activos; Raymond, Oliver y Pulolar (1996) sostienen que con la edad aumenta la propensión media al ahorro de los hogares, pues no suelen asumir cargas familiares y tienen su vivienda en propiedad; Banks y Rohwedder (2001), Brugiavini y Padula (2001), Börsch-Supan (2001), Gibson y Scobie (2001), Lise (2001), Halvorsen (2003), Klevmarken (2004) o Demery y Duck (2006) obtienen tasas de ahorro positivas y crecientes con la edad en la jubilación.

Según indica Izquierdo (2000) el envejecimiento de la población afecta de manera negativa al ahorro de la población activa, ya que la financiación del sistema de seguridad

[132] Incluye la tasa de dependencia total, esto es, tanto la de 1ª edad (<15 años) como de la 3ª edad (>64 años) sobre la población total entre 15 y 64 años.

social obliga a una mayor presión fiscal. En este sentido, Fougère y Mérette (2000) sostienen que el envejecimiento de la población contribuye a que la tasa de ahorro se reduzca de acuerdo a las proyecciones demográficas que realizan.

En la medida en que la contribución individual al ahorro desde una óptica macroeconómica decrece con la edad, en una Europa que camina hacia el envejecimiento demográfico, el ahorro tenderá a convertirse en un recurso escaso, sobre todo teniendo en cuenta las necesidades de capitalización a las que se enfrenta una sociedad envejecida cuando desea preservar sus estándares vitales (Raymond, 2004). Sin embargo, Alegre y Pou (2008) observan la existencia de una tasa de ahorro positiva y creciente en los hogares en edad de jubilación.

Los cambios en la estructura de la población afectan a la tasa de ahorro familiar con el tiempo. Así, el aumento de la esperanza de vida alentaría un mayor ahorro dado que los hogares tendrán que asumir jubilaciones más largas (Berry, Willians y Waldron, 2009).

Cuadro-Sáez (2011) afirma que el envejecimiento de la población y el aumento de la tasa de dependencia justifican la disminución del ahorro a medio y largo plazo, y Davidoff (2011) indica que a medida que se alarga la esperanza de vida tras la jubilación será preciso un mayor ahorro antes de alcanzarla.

La población activa de un país que soporta gastos de pensiones, sanidad y otros beneficios sociales ahorra menos que la población de otro que no tenga que soportarlos, y al mismo tiempo, la probabilidad de ahorrar aumenta en menor medida a medida que la edad de jubilación sea más tardía (Kirsanova y Sefton, 2007).

En opinión de Nitin Mehta, director gerente para EMEA del *Instituto CFA***,** será muy necesario complementar las pensiones públicas con ahorro privado para mantener el nivel de vida y disfrutar de una jubilación desahogada. Por tanto, iniciar este proceso de ahorro con antelación permitirá que el esfuerzo a realizar sea más progresivo y cuente con un mayor margen de maniobra para hacer frente a los posibles imprevistos, siendo probable que las prestaciones disminuyan en un futuro, como consecuencia de las reformas recientemente implantadas que tienen como objeto garantizar la salud del sistema frente a los retos demográficos y económicos que tiene por delante la sociedad española que, bajo mi criterio, son superiores a la que presenta la realidad europea (Instituto BBVA de Pensiones, 2015).

En general, según Nieto (2012), los factores demográficos contribuyen a que el ahorro de los países con pirámides poblacionales envejecidas sea mayor que en aquellos con una estructura demográfica menos madura.

3.5) Situación laboral

La situación laboral es otro determinante del ahorro familiar. Previamente a su análisis conviene observar el nivel educativo de la población, dado que un mayor nivel, en general, supone una menor tasa de desempleo tanto en la Eurozona como en sus principales economías, según detalla el cuadro nº 43:

Cuadro nº 43

Tasa de desempleo Media 2000/2012	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Educación básica	17,5	10,2	13,7	15,4	13,2
Educación media	13,5	7,9	8,3	8,4	8,5
Educación superior	9,0	5,6	5,6	4,0	5,5

Tasa de desempleo en función de su nivel educativo (%). Educación básica (inferior a bachillerato), media (bachillerato) y superior (diplomaturas, licenciaturas y/o grados universitarios, masters y/o posgrados, y doctorados). Fuente: Eurostat (21.09.14).

En la Eurozona, la población con educación media o superior aumenta paulatinamente desde la entrada del *Euro*, de igual modo que en sus principales economías, aunque con diferencias: su ritmo en Francia, Italia y España es mayor en los años previos a la crisis del año 2007 que en los posteriores, no así en Alemania. El cuadro nº 44 muestra su evolución:

Cuadro nº 44

Nivel educativo (niveles 3-6)	2000	Variación media anual 2000 vs 2007	Variación media anual 2008 vs 2012	2012	Variación total 2000 vs 2012
Eurozona	58,5	+0,6	+0,7	67,2	+8,7
Alemania	78,5	-0,3	+0,8	81,8	+3,3
Francia	59,9	+0,8	+0,5	69,8	+9,9
Italia	45,1	+0,8	+0,7	55,8	+10,7
España	41,2	+1,1	+0,7	53,3	+12,1

Graduados en educación media (niveles 3-4) y superior (niveles 5-6) sobre la población de 15 a 64 años (%). Fuente: Eurostat (10.04.14) y elaboración propia.

Ahora bien, España (+12,1 puntos porcentuales) e Italia (+10,7 puntos) han evolucionado positivamente durante el periodo 2000/2012, aún cuando todavía mantienen una gran distancia en el número de graduados (niveles 3-6) sobre su población (53,3% vs 55,8% respectivamente) con respecto a la Eurozona (67,2%). Alemania (+3,3 puntos) presenta una evolución positiva, aunque su menor ritmo de crecimiento es lógico, pues cuatro quintas partes de su población tiene una educación media o superior. Francia (69,8%) se sitúa ligeramente por encima de la Eurozona por su mayor dinamismo en el periodo 2000/2012 (+9,9 vs +8,7% puntos respectivamente).

La evolución del desglose por niveles educativos de la población adulta de España y sus regiones durante el último medio siglo (1960-2011) no ha sido suficiente para salir de las últimas posiciones entre los países de su entorno, aunque la mejora de su nivel medio formativo es muy notable. Las diferencias educativas observadas entre las comunidades autónomas españolas son muy relevantes, tanto en términos económicos como sociales, y sus niveles educativos muestran, por tanto, una elevada correlación con sus niveles de renta y tasas de desempleo. Así, las regiones con un menor nivel de capital humano se caracterizan por presentan niveles de productividad en torno a 30 puntos porcentuales por debajo de los de las regiones con más capital humano y por duplicar sus tasas de desempleo. Todo ello termina dando lugar a enormes diferencias en el PIB por persona en edad de trabajar, que también

muestra una elevada correlación (0,89) con los años de escolarización. Sin embargo, las diferencias entre las regiones con mayores y menores niveles educativos se han reducido muy significativamente. En términos del coeficiente de variación de los años medios de formación normalizados, las disparidades educativas se han reducido un 52% entre 1960/2011. Con pocas excepciones, las comunidades autónomas de la mitad norte del país, incluyendo a Madrid, se sitúan por encima del nivel educativo medio o en su entorno, tanto al comienzo como al final del período muestral, mientras que el sur y el levante lo hacen por debajo de la media nacional. Ahora bien, un examen de los datos del último censo desagregados por tramos de edad sugiere que, de mantenerse los patrones actuales de escolarización y en ausencia de grandes flujos migratorios, las perspectivas de mayor convergencia educativa entre las regiones españolas no son muy positivas a medio plazo, especialmente en el caso de estudios universitarios (De la Fuente y Doménech, 2015).

A pesar de la mejora del nivel educativo producida en España, Corsetti et al. (2011) indican que es necesario aún promover la formación del capital humano, y un cambio en la organización y los incentivos de las estructuras burocráticas en la educación secundaria y superior más que aumentar el gasto público. A su vez, debe promoverse una cultura de la excelencia en ambas: así, resulta necesaria una mayor autonomía para competir por estudiantes y profesores, y una mayor transparencia sobre los resultados alcanzados.

Por lo tanto, el nivel educativo de la población tiene una clara influencia en la *tasas de ocupación* y *de desempleo* de la Eurozona y sus principales economías.

La Encuesta de Población Activa (EPA) mide de manera armonizada en los Estados miembros de la Unión Europea la población activa, ocupada y desempleada.

La población activa es el conjunto de personas que participan activamente en el mercado de trabajo siendo empleadas o buscando activamente empleo. De tal modo, la *tasa de actividad* del mercado laboral es la siguiente, según indica el cuadro nº 45:

Cuadro nº 45

Tasa actividad	1999	Variación 1999 vs 2007	Variación 2008 vs 2012	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	67,2	+3,7	+1,1	72,0	4,8
Alemania	71,2	+4,4	+1,5	77,1	5,9
Francia	68,7	+1,2	+1,0	70,9	2,2
Italia	59,6	+2,9	+1,2	63,7	4,1
España	63,9	+7,7	+2,5	74,1	10,2

Tasa de actividad: Población activa sobre población en edad de trabajar de 15 a 64 años (%). Fuente: Eurostat (10.04.14) y elaboración propia.

Tradicionalmente, en las etapas de crisis el aumento del desempleo tenía también consecuencias negativas sobre la actividad en la medida en que las personas con mayores dificultades para lograr encontrar trabajo dejaban de buscarlo (efecto del *trabajador desanimado*). Este comportamiento tiende a frenar el crecimiento del desempleo a nivel estadístico, puesto que las personas que no están buscando activamente empleo son clasificadas como inactivas. En cambio, la crisis del año 2007 ha aumentado la tasa de actividad principalmente por un número importante de mujeres, laboralmente inactivas al dedicarse a las labores del hogar, que han optado por reincorporarse a la actividad con el objeto de obtener ingresos ante el fuerte crecimiento del desempleo y el elevado endeudamiento familiar (Fundación 1º Mayo, 2012).

La *tasa de desempleo* es el indicador más conocido del mercado laboral, y suele comportarse en sentido opuesto al ciclo económico y con cierto retraso, dado que las empresas, en general, tienden a comenzar las fases expansivas con el mismo personal, y tienden a conservarlo al inicio de las fases recesivas. Este retraso es menor cuanto más flexible sea el mercado de trabajo, y no sólo aumenta por la destrucción de empleo, sino también por el incremento de la población activa que no consigue encontrar trabajo. Asimismo, las *tasas de ocupación* y *de desempleo* tienden a presentar unas tendencias opuestas en su evolución. De tal manera, mientras crece la tasa de ocupación, suele hacerlo con mayor intensidad y en sentido contrario la tasa de desempleo.

Según se ha indicado con antelación, España tuvo un ciclo de prolongada expansión económica desde mediados de los años noventa hasta la crisis de 2007, que superaba a la media de la Eurozona, tanto en términos de producción como de empleo. Para ello, han influido distintos factores externos e internos. Entre los externos, la continuidad del crecimiento mundial, un contexto macroeconómico favorable en la Unión Europea caracterizado por un tipo de cambio estable, bajos tipos de interés, incluso negativos en términos reales, o el apoyo de los fondos estructurales; y entre los internos, el aumento de la demanda interna de consumo e inversión, la moderación salarial o la elevada disponibilidad de mano de obra evitando posibles estrangulamientos del proceso de crecimiento económico. Sin embargo, este intenso crecimiento se ha basado fundamentalmente en actividades productivas que tenían un peso relevante en periodos anteriores, siendo la construcción el motor central de su crecimiento por el efecto *arrastre* de su actividad en el conjunto de la economía (Fundación 1º Mayo, 2012).

De tal modo, durante los años previos a la crisis del año 2007 se crea empleo y aumenta la tasa de ocupación (+5,1 puntos porcentuales) en la Eurozona y sus principales economías, especialmente en España (+11,8 puntos), según indica el cuadro nº 46:

Cuadro nº 46

Mercado laboral	1999	Variación 1999 vs 2007	Variación 2008 vs 2012	2012	Variación 1999 vs 2012
Tasa ocupación					
Eurozona	60,4	+5,1	-1,7	63,8	+3,4
Alemania	65,2	+3,8	+3,8	72,8	+7,6
Francia	60,9	+3,4	-0,4	63,9	+3,0
Italia	52,7	+6,0	-1,9	56,8	+4,1
España	53,8	+11,8	-10,2	55,4	+1,6
Tasa desempleo					
Eurozona	9,6	-2,1	+3,8	11,3	+1,7
Alemania	8,6	+0,1	-3,2	5,5	-3,1
Francia	10,4	-2,4	+1,8	9,8	-0,6
Italia	10,9	-4,8	+4,6	10,7	-0,2
España	13,6	-5,4	+16,6	24,8	+11,2

Tasa de ocupación: Población empleada s/ población en edad de trabajar de 15 a 64 años (%) (10.04.14). Tasa de desempleo: Población no empleada sobre población activa (%) (02.05.14). Fuente: Eurostat y elaboración propia.

A partir de entonces, el desempleo aumenta en la Eurozona, y por supuesto en España, muy por encima de la media europea (+16,6 vs +3,8 puntos respectivamente), siendo evidentemente insostenible este nivel a largo plazo. En cambio, la excepción es Alemania, puesto que su tasa de ocupación crece (+7,6 puntos) entre 1999/2012, al igual que en sentido contrario lo hace su tasa de desempleo (-3,1 puntos).

La crisis financiera del año 2007 ha impactado sobre la actividad económica y ha provocado un deterioro de las condiciones del mercado de trabajo en la Eurozona. Los cambios en la legislación laboral han introducido nuevas formas de precariedad como contratos temporales, en prácticas, deterioro de la capacidad de negociación sindical, abaratamiento del despido, etc. De tal modo, la presión combinada del desempleo y las reformas laborales han debilitado la capacidad de negociación y defensa de la población asalariada. Este proceso de reformas desarrollado con mayor o menor intensidad en todo el ámbito de la Unión Europea es parte de los programas de austeridad impulsados por las instituciones comunitarias con el consiguiente deterioro del modelo social europeo (Fundación 1º Mayo, 2012).

En España, los efectos de la crisis son mayores por las debilidades del mercado laboral, que se visualizan fundamentalmente en la excesiva especialización productiva en el sector de la construcción, con efectos multiplicadores en otros sectores, y en otras actividades que se caracterizan, en general, por un bajo contenido tecnológico, el escaso desarrollo de procesos de innovación, la creación de puestos de trabajo con requerimientos de una fuerza de trabajo poco cualificada, la segmentación de los mercados de trabajo basada en el uso injustificado de la contratación temporal, el bajo crecimiento de la productividad agregada, y el elevado endeudamiento de las empresas y familias que, en último caso, habría servido como factor compensador del escaso aumento de los salarios reales. Todo ello, en un contexto de bajos tipos de interés y de procesos especulativos de revalorización de activos inmobiliarios que habrían alimentado la burbuja financiera. La combinación de estos desequilibrios convirtió este patrón de crecimiento en extremadamente vulnerable, contribuyendo a agravar sus efectos más negativos en términos de destrucción de empleo. Además, esta situación se agrava con la política de recortes en el marco de una política regresiva en términos económicos (Fundación 1º Mayo, 2012).

De este modo, sus *tasas de ocupación* y *desempleo*, con intensas oscilaciones en un sentido u en otro, no sorprenden en absoluto, más aún cuando se observa la elevada precariedad del mercado laboral en España (23,6%), muy superior a la Eurozona (15,2%), según el cuadro nº 47. Esta distancia con la Eurozona se ha estrechado precisamente por el aumento de su tasa de desempleo indicada anteriormente.

Cuadro nº 47

Empleo temporal	1999	Variación 1999 vs 2007	Variación 2008 vs 2012	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	14,6	+2,0	-1,4	15,2	+0,6
Alemania	13,1	+1,5	-0,7	13,9	+0,8
Francia	14,5	+0,6	0,0	15,1	+0,6
Italia	9,5	+3,7	+0,6	13,8	+4,3
España	32,9	-1,2	-8,1	23,6	-9,3

Trabajadores con contrato temporal (%). Fuente: Eurostat (10.04.14).

A pesar de que las reformas laborales han buscado disminuir el elevado volumen de temporalidad en el empleo, incidiendo en la reducción de la brecha entre el coste laboral, directo o indirecto, de realizar un contrato temporal y uno indefinido, la realidad pone de manifiesto que las reformas no han tenido incidencia sobre la evolución de la temporalidad (Toharia, 2011).

En este contexto general, las reformas laborales en España tienen su influencia en el aumento de la temporalidad y la precariedad laboral en los periodos de crecimiento

económico, mientras que en los de crisis no sólo no consiguen evitar la destrucción de empleo, sino que hacen que éste sea aún más vulnerable a los cambios de ciclo económico (Fundación 1º Mayo, 2012).

A raíz de la crisis de 2007 la tasa de desempleo en España crece más rápidamente en comparación con las principales economías de la Eurozona. Estos datos sugieren que en España no se realiza prácticamente retención del personal en momentos de recesión económica. Sin embargo, en situaciones normales, las empresas tienden a retener a sus trabajadores en los periodos recesivos, porque resulta costoso volver a contratarlos y entrenarlos en una futura recuperación. Existen dos razones que explican esta situación: en primer lugar, muchos empleos han desaparecido para siempre, la economía busca reestructurarse fuera del sector de la construcción, y las empresas no esperan generar de nuevo estos puestos de trabajo, y por tanto, no tienen incentivos para retener a sus trabajadores; y en segundo lugar, la estructura dual de su mercado laboral en la que los trabajadores temporales son variables de ajuste. Esta flexibilidad permite un rápido crecimiento del empleo en expansión, y del desempleo en recesión cuando las empresas deciden no renovar contratos temporales. En cambio, la respuesta al fuerte aumento del desempleo ha sido una aceleración del salario real producida en el periodo 2008/2010, en lugar de la moderación que hubiera sido esperable, a diferencia del resto de las principales economías de la Eurozona. Esta circunstancia se explica principalmente por la rigidez del mercado laboral, con trabajadores indefinidos, relativamente protegidos, que exigían continuos aumentos salariales (Corsetti et al., 2011). No obstante, esta situación se ha corregido con un descenso de 1.137 euros del salario bruto medio anual por empleado en el periodo 2010/2012, según detalla el cuadro nº 48:

Cuadro nº 48

Salario medio anual	1999	Variación 1999 vs 2007	Variación 2008 vs 2010	Variación 2010 vs 2012	2012	Variación 1999 vs 2012
Alemania	33.856	+609	+245	+969	35.679	+1.823
Francia	31.290	+2.714	+1.204	+76	35.284	+3.994
Italia	29.096	+409	+301	-1.024	28.782	-314
España	26.453	-554	+2.169	-1.137	26.931	+478

Datos en euros en términos reales. Fuente: OCDE (03.07.2015).

En España, el salario medio real se ha estancado porque una parte importante de los nuevos empleos que se crearon se ha localizado en ocupaciones con unos niveles salariales y de cualificación relativamente bajos, una elevada proporción de empleo temporal, y una notable incorporación de las mujeres y los inmigrantes al mercado laboral (Fundación 1º Mayo, 2012). Esta realidad se mantiene en la actualidad.

En definitiva, la situación laboral de los miembros del hogar condiciona de manera evidente el ahorro familiar. La literatura empírica se posiciona al respecto:

Attanasio y Weber (1997) indican que el ahorro se reduce a medida que aumenta el porcentaje de los hogares que tienen más de un perceptor de ingresos debido a su menor incertidumbre. Para ello, la participación de la mujer en el mercado laboral a partir de mediados de los años setenta es fundamental. Sin embargo, Japelli y Pagano (1998) no alcanzan esta conclusión.

Ante el incremento del riesgo de desempleo, los hogares con ingresos bajos no son capaces de aumentar el ahorro. Esto contrasta, por otro lado, con los que obtienen ingresos

medianos (Carroll, Dynan y Krane, 2003). Asimismo, la restricción de los ingresos de los desempleados domina su hipotético deseo de ahorrar para protegerse frente a situaciones adversas futuras (Sastre y Martínez, 2008).

El ahorro de los hogares depende del riesgo ante una caída significativa de sus ingresos. De tal modo, en los momentos económicamente recesivos, la pérdida de empleos se generaliza en mayor medida con lo que el ahorro familiar tiende a aumentar (Laborda, 2008; Berry, Willians y Waldron, 2009; Cuadro-Sáez, 2011; Mody, Ohnsorge y Sandri, 2012).

La persistencia de la debilidad del mercado laboral aplazará la recuperación de la confianza, lo que dificultará a su vez una reducción de la tasa de ahorro de los hogares (CatalunyaCaixa, 2011).

Del Olmo (2011) considera que el empleo es una variable que determina el ahorro de los hogares, si bien sostiene en línea con los anteriores estudios que mientras el desempleo aumente, el ahorro familiar lo hará también en este mismo sentido.

En definitiva, la crisis experimentada durante los últimos años ha generado desde la entrada del *Euro* unas secuelas no resueltas hoy en día como unas tasas de desempleo elevadas o una precariedad laboral creciente. De este modo, el aumento de la tasa de ocupación resulta claramente insuficiente para despejar los interrogantes de los hogares europeos sobre su futuro. En efecto, el miedo precautorio continúa latente entre ellos, circunstancia que afecta a su comportamiento ahorrador.

3.6) Tipo de interés real

La inflación y los tipos de interés tienen una influencia más que evidente en el ahorro familiar, y la evolución de ambas variables está relacionada.

La inflación en todo momento es un fenómeno monetario. Los períodos prolongados de inflación alta casi siempre están relacionados con un crecimiento monetario realmente intenso. Aún cuando otros factores como las variaciones de la demanda agregada, de los precios de las materias primas y de las innovaciones tecnológicas pueden influir en la evolución de los precios a corto plazo, con el paso del tiempo, sus efectos pueden compensarse con ajustes en la política monetaria. En este sentido, las medidas de política monetaria determinan que se permita que la inflación aumente o se mantenga en niveles reducidos, y por tanto, los bancos centrales, que controlan la oferta monetaria y el tipo de interés a corto plazo, son los responsables de las tendencias de la inflación a largo plazo (Banco de España, 2014).

El *tipo de interés real* es el tipo corregido por el efecto de la inflación, y se mide por la diferencia entre el tipo de interés nominal y la tasa de inflación (Fisher, 1930).

$$(1+ i) = (1 + r)\,(1 + \pi) \Rightarrow i = r + \pi$$

Tipo de interés nominal (i). Tipo de interés real (r). Tasa de inflación (π).

Los tipos de interés reales negativos suelen ser perjudiciales para los prestamistas y beneficiosos para los prestatarios, y la política monetaria trata de esforzarse en acercar lo máximo posible el tipo nominal al real. No obstante, las diferencias entre ambos tipos de interés son el origen de los ciclos económicos y la distorsión de los precios.

Taylor (1993) propuso a las autoridades monetarias una regla de política que les ayudase a estabilizar la producción real alrededor de una meta y a controlar la inflación. Su regla de política se apoya en una tasa de interés nominal que, cuando el PIB real y la tasa de inflación exceden su objetivo, se incrementa para generar un aumento de la tasa de interés real y así reducir la demanda agregada. Al revés, si la inflación y el PIB real caen por debajo del objetivo, recomienda recortar la tasa de interés nominal para aumentar la demanda agregada por la vía de un aumento de la tasa de interés real. Así, la tasa de interés nominal de corto plazo debería ser una función creciente de la tasa de inflación y de la producción real para objetivos dados en ambas variables.

En esta misma línea, según indica Herrou-Aragón (2003), supongamos que un *shock* de demanda negativo reduce la demanda hasta llegar a una deflación y la producción real se sitúa por debajo de su potencial. En este caso, la política monetaria indica que se deben reducir las tasas de interés nominales para estimular la demanda agregada por la vía de una reducción de las tasas de interés reales. Sin embargo, la rebaja de las tasas de interés nominales de la autoridad monetaria dependerá de cuán dispuestos estén los tenedores de dinero a poner sus saldos en depósitos bancarios o en bonos gubernamentales de corto plazo, en lugar de ponerlos bajo el colchón. Si esta última opción es segura y el riesgo de que se destruya es cero, las tasas de interés nominales no pueden ser negativas, ya que los individuos no las aceptarán, y por tanto, existiría un suelo tanto para las tasas nominales como para las reales. En caso contrario, si tiene riesgos mantener el efectivo, los individuos estarán dispuestos a

pagar un precio por depositar sus saldos en el banco o en bonos gubernamentales, y las tasas de interés podrían ser negativas.

Por tanto, cuando la política monetaria no se emplea exclusivamente para controlar la inflación, sino también con la finalidad de suavizar las fluctuaciones de la economía y estimularla para que alcance su ritmo de crecimiento potencial, su objetivo instrumental consiste en modular los tipos de interés, reduciéndolos en la fase recesiva del ciclo para desincentivar el ahorro y estimular la inversión, y aumentándolos en la fase expansiva. Sin embargo, cuando los incentivos de los que disponen los agentes económicos hacen que, incluso cuando los tipos de interés llegan a cero, el ahorro se sitúe sistemáticamente por encima de la inversión bloqueando el crecimiento, la economía se encuentra en una situación de *trampa de liquidez*, y como en circunstancias normales los tipos de interés no pueden situarse por debajo de cero, si sigue habiendo exceso de ahorro a ese nivel, la política monetaria convencional deja prácticamente de resultar eficaz para estimular el crecimiento de forma directa (Espina, 2004).

Cuadro nº 49

Tipo interés real	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona	2,06	2,68	1,74	1,24	0,26	0,13	0,14	1,26	2,31	1,53	1,33	-0,27	-0,71	-1,38	0,88
Alemania	2,54	3,38	2,18	2,14	1,31	0,48	0,41	1,66	2,17	2,06	1,39	0,20	-0,47	-1,03	1,32
Francia	2,62	2,95	2,30	1,55	0,17	-0,07	0,43	1,53	2,84	1,65	1,52	-0,39	-0,28	-1,11	1,12
Italia	1,52	2,20	1,77	0,88	-0,48	0,00	0,12	1,22	2,41	1,31	0,86	-0,29	-0,89	-2,19	0,60
España	0,94	1,30	1,25	-0,10	-0,76	-0,78	-1,05	-0,12	1,61	0,68	1,86	-0,69	-1,04	-1,33	0,13

Tipo interés real = Euribor 12m – IPCA. Tipo medio. Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat, BCE y elaboración propia (12.05.14).

Mientras Alemania (+1,32%) y Francia (+1,12%) mejoran la media de la Eurozona (+0,88%) entre 1999/2012, Italia (+0,60%) y España (+0,13%) la empeoran, según indica el cuadro nº 49.

En España, la integración en el *Euro* en el año 1999 trae consigo tasas de interés reales negativas en el periodo 2002/2006, no así en el resto de las principales economías de la Eurozona. Esta circunstancia contribuye a un importante crecimiento del sector de la construcción, acompañado por la expansión de la intermediación financiera (Corsetti, Devereux, Hassler, Saint-Paul, Sinn, Sturm y Vives, 2011).

La literatura económica reconoce que la inflación y los tipos de interés son factores explicativos de la evolución del ahorro familiar.

La inflación afecta de forma inequívoca al consumo de bienes perecederos, debido a que reduce la renta disponible. Sin embargo, su efecto sobre bienes duraderos es ambiguo, podría ser conveniente adelantar la adquisición de bienes de consumo duraderos si la inflación actual señala aumentos futuros de los precios (Davidson, 1978)

Shorrocks (1975) y Feldstein (1983) sostienen que el ahorro de los mayores de sesenta y cinco años es un artificio estadístico cuando se tiene en cuenta el efecto de la inflación.

Motley (1982) sostiene que el efecto directo de una reducción en la tasa de inflación incrementa el consumo actual y reduce el ahorro, debido a que los hogares no tienen que reservar fondos para compensar el efecto de su aumento.

Andrés, Molinas y Taguas (1990) muestran que el tipo de interés real no es un determinante del consumo privado a largo plazo, aunque resulta significativo a corto plazo por su influencia sobre los bienes duraderos.

Los tipos de interés reales tienen una incidencia pequeña pero significativa y de signo positivo sobre el ahorro, de tal manera que aumentos de los tipos generan aumentos en el ahorro (Argimón, González-Páramo y Roldán, 1993).

Esteve y Tamarit (1994) indican que el tipo de interés está determinado por el equilibrio entre el ahorro y la inversión de la economía. Sus resultados muestran que en el largo plazo los tipos de interés reales dependen de la riqueza privada, de variables demográficas y de la rentabilidad del capital productivo, y solamente en el corto plazo influye alguna variable representativa de la política fiscal. A su vez, afirman que la caída en la tasa de ahorro privado es la principal responsable del fenómeno de persistencia de altos tipos de interés reales en la economía española.

Raymond (1997) considera que un aumento de la inflación tiene un efecto depresivo sobre el ahorro en la medida de que genera incertidumbre sobre el rendimiento real del ahorro.

Izquierdo (2000) sostiene que las variaciones en los tipos de interés afectan a la relación de sustitución entre consumo y ahorro. No obstante, el efecto de los tipos de interés sobre el ahorro es incierto dependiendo de la posición financiera inicial del agente, ya sea acreedora o deudora neta. En el primer caso, según el efecto renta, un incremento de los tipos de interés permite estimular el ahorro actual al ser más atractivo

La influencia del tipo de interés real sobre el consumo es significativa, aún cuando sea superior sobre la inversión residencial (Sastre y Fernández, 2005), y sobre la tasa de ahorro difiere entre países: Domínguez y López del Paso (2007) encuentran que es mayor en España que en los países de la OCDE.

Los cambios previstos en las tasas de interés real no deberían asociarse con cambios en el ahorro de los hogares. En cambio, sus incrementos inesperados tendrían un repunte positivo en el ahorro familiar siempre que el calendario previsto de sus gastos lo permita. Ahora bien, una tasa de interés real alta anima a posponer el consumo de los hogares, pues aumenta la rentabilidad real de su ahorro (Berry, Willians y Waldron, 2009).

Del Río (2011) indica que ahorrar más renta significa consumir menos, lo que reduce la demanda de productos y hace que las empresas vendan menos y estén obligadas a reducir precios para dar salida a sus stocks. De tal modo, parte de la caída de precios se debe a la menor demanda de los hogares.

Para Cuadro-Saéz (2011) la inflación influye en el ahorro familiar. De este modo, un mayor nivel de inflación se asocia a una mayor incertidumbre y a la posible pérdida de poder adquisitivo, lo que genera una reacción contractiva de la política monetaria con el consiguiente aumento del tipo de interés nominal con la finalidad de estimular el ahorro individual. Luego, un incremento del tipo de interés real genera un efecto positivo en la tasa de ahorro, pues aumenta en términos relativos el atractivo del ahorro sobre el consumo.

Como hemos señalado anteriormente, la implementación de la política monetaria de los bancos centrales se desarrolla a partir de dos elementos fundamentales: la señalización de la

orientación monetaria, y las operaciones de la gestión ordinaria de la liquidez. De tal modo, cada banco central emplea un tipo de interés, que convierte en su tipo oficial, para llevar a cabo su política de señalización. Por ello, se dice que siguen una política de *precios* o de *tipo de interés*[133]. Las variaciones de los tipos oficiales suelen ser consecuentes con el objetivo de inflación a medio plazo, y marcan el nivel del resto de los tipos de interés de la economía, mientras que las operaciones de gestión de la liquidez permiten que se alcance dicho nivel. Así, la implementación de la orientación monetaria se articula a través de un conjunto de *instrumentos convencionales*, a la cabeza de los cuales se encuentra, en cada país, el tipo oficial o de referencia. Las variaciones del tipo oficial repercuten en los tipos de interés aplicados a las familias y las empresas, afectando a las decisiones de consumo, ahorro e inversión. Además, estas decisiones alteran la demanda agregada, influyendo, de este modo, en los precios y en las expectativas de inflación. Éste es el funcionamiento simplificado del canal de los tipos de interés, el que ejerce una mayor influencia sobre la economía de los Estados Unidos, la Eurozona y el Reino Unido[134], aunque junto a éste, son importantes también los canales del tipo de cambio y del precio de los activos (Esteve y Prats, 2011).

En general, el incremento excesivo de la inflación implica una disminución del poder adquisitivo, genera incertidumbre y pérdida de competitividad de la economía, y en consecuencia, se desincentiva la inversión, se desvían recursos desde actividades productivas hacia actividades especulativas y aumenta el desempleo. De ahí, la preocupación de los bancos centrales, que suelen actuar con la finalidad de evitar este tipo de situaciones, provocando el alza de los tipos de interés, y a la inversa, reduciéndolos en entornos de baja inflación y bajo crecimiento económico (estancamiento) o incluso de decrecimiento (recesión). No obstante, cuando bajan los precios, suele también aparecer el fantasma de la deflación, y en este sentido, lo que a priori podría ser una buena noticia para los hogares se convierte en todo lo contrario, ya que las empresas ven reducidos sus márgenes, pueden tener problemas para devolver sus deudas**,** y como los costes laborales se mantienen estables, puede suponer reestructuraciones y reducciones de sus plantillas, que conllevan un incremento de la tasa de paro, más retracción del consumo y, por tanto, nuevas reducciones de precios. Asimismo, se produce un efecto psicológico, pues los consumidores perciben que si los precios han bajado, pueden hacerlo aún más, lo que retrasa sus decisiones de compra. Si esto ocurre, la demanda de bienes y servicios disminuye aún más, lo que conlleva un exceso de la oferta y, por tanto, fuerza a una nueva disminución de los precios. Y la espiral se repite. Por último, si todo esto ocurre en una economía endeudada como la española, otro sector que sufre también es la banca, ya que la morosidad aumenta, lo que se traduce en contracción de la concesión de créditos y, de nuevo, en dificultades para empresas y familias. De tal modo, los bancos centrales intervienen también para combatir la deflación aplicando medidas de política monetaria, entre ellas, la reducción de los tipos de interés.

Por lo tanto, una inflación moderada minimiza este tipo de inconvenientes, estimula la actividad económica y el mantenimiento de unos bajos tipos de interés. Por eso, el BCE tiene asumido como objetivo a medio plazo la estabilidad de los precios. Así, la inflación objetivo en la Eurozona se sitúa en el 2% (ligeramente por debajo).

[133] En Estados Unidos, la Reserva Federal utiliza el tipo de interés de los fondos federales (*federal funds rate)*; en la Eurozona, el Banco Central Europeo se basa en el manejo del tipo de interés mínimo de las subastas de operaciones principales de financiación (OPF); y en el Reino Unido, se realiza mediante el tipo de referencia del Banco de Inglaterra (*bank rate*).

[134] En estos países, además, se demuestra la validez de la regla de Taylor para describir el comportamiento del *tipo oficial*, según Persman y Smets (1999), Gerlach y Schnabel (2000), Cukierman y Muscatelli (2008).

El Índice de Precios al Consumo (IPC) es una medida estadística de la evolución de los precios de los bienes y servicios que consume la población residente en viviendas familiares[135]. La Tasa de Inflación mide el crecimiento porcentual del IPC:

Tasa de Inflación = [(IPC año actual – IPC año anterior) / IPC año anterior] x 100

Asimismo, la evolución que siguen los precios de los bienes y servicios de consumo de manera armonizada adquiridos por los hogares europeos se mide a través del Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA). El cuadro nº 50 muestra su evolución:

Cuadro nº 50

IPCA	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona	1,12	2,10	2,34	2,25	2,08	2,14	2,19	2,18	2,14	3,28	0,29	1,62	2,72	2,49	2,07
Alemania	0,64	1,40	1,90	1,35	1,03	1,79	1,92	1,78	2,28	2,75	0,23	1,15	2,48	2,14	1,63
Francia	0,56	1,83	1,78	1,94	2,17	2,34	1,90	1,91	1,61	3,16	0,10	1,74	2,29	2,22	1,83
Italia	1,66	2,58	2,32	2,61	2,81	2,27	2,21	2,22	2,04	3,50	0,76	1,64	2,90	3,30	2,34
España	2,24	3,48	2,83	3,59	3,10	3,05	3,38	3,56	2,84	4,13	-0,24	2,04	3,05	2,44	2,82

Tasa media. Datos en porcentaje (%). Fuente: BCE (12.05.14).

La Eurozona (2,07%) presenta un IPCA medio superior a Alemania (1,63%) y Francia (1,83%) entre 1999/2012. En cambio, Italia (2,34%) y, especialmente, España (2,82%) se sitúan por encima de la media europea.

Según González-Páramo (2011), el mantenimiento de la estabilidad de los precios en la Eurozona desde el 1 de enero de 1999 es sobresaliente, y supera al de cualquiera de los predecesores nacionales del BCE. Asimismo, la tasa media de inflación en torno al 2% es una prueba del éxito del *Euro* como moneda, pero también del BCE como su banco central.

En España, dada su pertenencia a la Eurozona y no poder realizar devaluaciones de su moneda o depreciar su tipo de cambio, no sólo se debe tener en cuenta su inflación, sino sus niveles de precios, ya que, aunque su nivel de renta sea menor y su tasa de inflación superior, son menores en comparación con las principales economías europeas de su entorno. No obstante, mantiene un diferencial positivo de inflación alto con respecto a la Eurozona en el periodo de auge económico. Como resultado, los costes laborales por unidad crecen más que el promedio de la Eurozona y se produce una pérdida de competitividad. En recesión, necesita una inflación negativa para restaurar su competitividad, siempre que sea más baja de promedio que la de la Eurozona. En definitiva, España debe recuperar la competitividad perdida bajando los precios y salarios o, al menos, incrementándolos a una tasa menor que el resto de la Eurozona (Corsetti, Devereux, Hassler, Saint-Paul, Sinn, Sturm y Vives, 2011), o mejor sería, en mi opinión, que la Eurozona presentase una inflación superior a España.

En un entorno globalizado no sólo hay que mirar el nivel de precios del país, sino su diferencial con el resto de países vecinos por tres razones: en primer lugar, porque es posible que un país más inflacionista tenga una situación de partida con precios más bajos que sus

[135] El conjunto de bienes y servicios, que conforman la cesta de la compra, se obtiene básicamente del consumo de las familias y la importancia de cada uno de ellos en el cálculo del IPC está determinada por su consumo. Una diferencia importante con el Deflactor del PIB (DFpib) a efectos de medir la inflación, es que la cesta de la compra está compuesta de bienes internos (producidos dentro del país) y externos (importados del exterior), lo que hace que el IPC sea sensible a la evolución de los tipos de cambio.

competidores, aunque si se mantiene la senda inflacionista, esta ventaja se irá reduciendo paulatinamente; en segundo lugar, porque es posible que la evolución del tipo de cambio, al depreciarse, compense los efectos de la inflación diferencial sobre la competitividad; y por último, porque los productos compiten en el mercado gracias a características diferenciadoras como la calidad, la adaptación a las necesidades del consumidor…(Pérez et al., 2004).

Cuadro nº 51

PPA	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona	96	86	87	91	101	106	105	104	109	112	109	103	103	98	+2
Alemania	106	95	96	99	106	109	106	105	110	112	110	103	103	99	-7
Francia	104	92	92	95	109	115	113	113	118	122	118	111	112	107	+3
Italia	89	80	81	88	99	106	106	105	108	109	106	101	102	96	+7
España	80	72	74	77	87	93	94	92	96	100	97	93	93	87	+7

OCDE = 100 (escala). Fuente: OCDE (12.05.14).

El cuadro nº 51 observa que el diferencial de precios a través de la *paridad de poder adquisitivo* (PPA) se estrecha en términos generales desde la entrada del *Euro* en las principales economías de la Eurozona.

González y Giner (2014) indican que los bancos europeos consideraron necesaria la implantación de una nueva tasa de referencia interbancaria en la Unión Europea con la unificación económica y estandarización de la moneda única *Euro*.

A raíz de esto, surgen nuevos índices para controlar la tendencia de la economía europea. Así, la Federación Bancaria Europea (FBE) anunció en diciembre de 1997 la creación del *Euribor*[136], en vigor desde el 1 de enero de 1999.

En España, el *Euribor* sustituyó al *Mibor*[137] el 1 de enero del 2000 a raíz del traspaso de competencias del Banco de España al BCE. El cuadro nº 52 detalla su evolución:

Cuadro nº 52

Tipos de interés	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Oficial[138]	3,00	4,75	3,25	2,75	2,00	2,25	2,25	3,50	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	2,43
Eonia[139]	2,74	4,12	4,38	3,29	2,32	2,05	2,09	2,84	3,86	3,86	0,72	0,44	0,87	0,23	2,42
Euribor 3m	2,97	4,39	4,26	3,32	2,33	2,11	2,19	3,08	4,28	4,63	1,23	0,81	1,39	0,57	2,68
Euribor 12m	3,18	4,78	4,08	3,49	2,33	2,27	2,33	3,44	4,45	4,81	1,61	1,35	2,01	1,11	2,95

Tipo de interés oficial a cierre de año, y tipo medio anual de Eonia, Euribor 3M y Euribor 12M. Datos en porcentaje (%). Fuente: BCE (12.05.14)

[136] Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*) es un tipo de interés de oferta al que un banco está dispuesto a prestar fondos en euros a otro. Se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con vencimiento a una semana, y entre uno y doce meses, a partir de la media de los tipos de interés de oferta diaria, redondeado al tercer decimal, de un panel representativo de los principales bancos.

[137] Mibor (*Madrid InterBank Offered Rate*) era el tipo de interés al que se prestan fondos los bancos entre sí en el mercado interbancario de Madrid, y hasta la creación del *Euribor,* fue el tipo de referencia del mercado hipotecario en España, aunque se siga calculándo solo para los préstamos vigentes concedidos antes del 2000.

[138] El instrumento más importante de la política monetaria convencional es el tipo de interés oficial. En el Eurosistema es el tipo de puja de las operaciones principales de financiación.

[139] El punto de partida del mecanismo de transmisión de la política monetaria del BCE es el mercado interbancario a un día. A partir de este segmento, los tipos de interés se transmiten por la curva de rendimientos, y también mediante la formación de expectativas, a los tipos de interés a plazo más largo. Asimismo, los bancos y otros participantes en los mercados financieros trasladan los tipos de interés del mercado monetario a los hogares y las empresas, afectando así a la actividad económica (González-Parámo, 2011).

La Eurozona presenta desde 1999 un aumento en el tipo de interés oficial hasta alcanzar el 4,75% en el 2000 para contrarrestar los efectos inflacionarios de la burbuja tecnológica. Desde entonces desciende por la política monetaria expansiva que aplica el BCE, cuya finalidad es amortiguar los efectos negativos de los atentados de las Torres Gemelas de Nueva York, para estabilizarse en 2004 y 2005. A partir de entonces, comienza a subir hasta alcanzar el 4% en el 2007. En Octubre de 2008, tras la caída de *Lehman Brothers*, vuelve a descender drásticamente en poco tiempo, y llegar a situarse en la actualidad en niveles próximos a cero.

La transcendencia del *Euribor* en la economía europea es muy importante, pues se ha convertido en referencia de la mayor parte de los préstamos a tipo variable. En España, al igual que en otros muchos países europeos, los intereses aplicados sobre las hipotecas se calculan sobre el *Euribor* más un diferencial fijo. Además, y al igual que el *Libor*[140], es una tasa de referencia fundamental en productos financieros, y un reflejo de la situación económica. Sin embargo, la manipulación a la que se han visto sometidos tanto el *Euribor* como el *Libor* durante los últimos años ha sido confirmada recientemente[141]. Una de las principales consecuencias de este hecho es la desconfianza generada entre particulares y empresas. Y para conseguir su recuperación, las autoridades reguladoras de la Unión Europea han tomado medidas. Por una parte, el Tesoro del Reino Unido ha adjudicado la regulación del *Libor* a una empresa privada con sede en Estados Unidos, *NYSE Euronext Rate*

[140] Libor (*London InterBank Offered Rate*) es una tasa de referencia diaria basada en la media de los tipos de interés interbancarios que ofrecen parte de los bancos que participan en el mercado de Londres en las transacciones de instrumentos financieros a corto plazo, de un día a un año, y es ligeramente superior a la *London Interbank Bid Rate*, tasa efectiva bajo la cual los bancos están preparados para aceptar depósitos.

[141] Los primeros indicios surgieron el 29 de Mayo de 2008 cuando *The Wall Street Journal* en un artículo (*Mellenkamp and Whitehouse*, 2008) señalaba que los bancos publicaban tipos de interés más bajos con el objetivo de proteger su imagen y seguir accediendo a financiación a un menor coste, y el 2 de Junio de 2008 cuando *Financial Times* en otro artículo (*Mackenzie y Tett, 2008*) apoyaba esta teoría de una posible manipulación al afirmar que la tasa *Libor* había quedado por debajo de otras tasas de manera injustificada con el objetivo de no avivar temores sobre problemas de financiación. Estas sospechas fueron confirmadas el 27 de Junio de 2012 cuando Barclays Bank admitió su culpabilidad en la manipulación del *Libor*, a raíz de la investigación que reanudó el Gobierno de Estados Unidos en septiembre de 2011. Posteriormente, salieron a la luz nuevos testimonios en la misma línea. Así, el 12 de Julio de 2012 *The Financial Times* publicaba otro artículo titulado "*Intento fallido para contar los engaños del Libor*" (*Myth Warted Attempt to Tell of Libor Shenanigans*) en el que un antiguo operador de Morgan Stanley, Douglas Keenan, indicaba que la manipulación del Libor se remontaba incluso hasta 1991, siendo las principales motivaciones de los bancos aumentar las ganancias directamente a través del movimiento de la tasa según sus intereses, y a partir de la crisis de 2008, ocultar sus problemas de liquidez. Posteriormente, el 31 de julio de 2012, Deutsche Bank confirmaba que un número limitado de sus trabajadores también estuvieron involucrados. Asimismo, el *Euribor* también fue manipulado, aún siendo su cáculo más complejo, pues intervienen 44 entidades frente a las 16 del *Libor*. Por una parte, *Barclays Bank*, *UBS*, *Deutsche Bank*, *Société Générale* y *Royal Bank of Scotland* fueron imputados por su implicación en la manipulación del *Euribor* entre 2005 y 2008 para su propio beneficio o para reflejar una situación de solvencia económica durante la crisis, y por otra, *UBS*, *Citigroup*, *JPMorgan*, el corredor de bolsa *RP Martin*, *Deutsche Bank* y *Royal Bank of Scotland* por su implicación en uno o varios cárteles bilaterales entre 2007 y 2010 sobre productos derivados de tipos de interés referenciados al *Libor-Yen*. En consecuencia, la Comisión Europea condenó el 4 de diciembre de 2013 a *Deutsche Bank*, *Royal Bank of Scotland*, *Société Génerale*, *JP Moran*, *Citigroup* y el corredor de bolsa *RP Martin* a pagar 1.712,5 millones de euros, no así a *Barclays Bank* y *UBS* por haber delatado al resto de entidades, si bien las autoridades reguladoras de Estados Unidos y Reino Unido sancionaron su conducta con 290 millones de libras y 1.500 millones de dólares respectivamente. Un par de meses antes, en octubre de 2013, *Rabobank* reconoció su intervención en la manipulación del *Libor* y *Euribor* y alcanzó un acuerdo con las autoridades reguladoras de Estados Unidos y Reino Unido en el pago de una multa de 1.070 millones de dólares. En esta misma línea, las autoridades estadounidenses y británicas han condenado a *Deutsche Bank* a pagar de una multa de 2.500 millones de dólares por manipular los tipos de interés, Libor, Euribor y Tibor, desde 2005 hasta 2009 (Expansión, 23.04.2015).

Administration Limited [142], con la obligación hacer cumplir un nuevo código de conducta, siendo su cálculo exactamente igual con el único cambio de una reducción de divisas y vencimientos; Y por otra parte, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Autoridad Bancaria Europea (EBA) han revisado el proceso de cálculo del *Euribor* incorporando una serie de recomendaciones destinadas a mejorar la gobernanza y la transparencia del proceso, entre ellas, la publicación de un nuevo código de conducta y la reducción del número de vencimientos, si bien fruto de la gran cantidad de escándalos, sanciones y reformas, muchos bancos se han ido dando de baja del panel que conforman el *Euribor* de forma progresiva desde el año 2012, quedando su número reducido a 26. Sin embargo, estas medidas no parecen del todo suficientes, a excepción de la reducción del número de tasas y vencimientos, pues reiteran lo que ya se debería haber hecho con anterioridad después de años de manipulación, esto es, llevar a cabo correctamente sus procedimientos de cálculo y supervisión (González Cruz y Giner, 2014).

[142] *NYSE Euronext* es el operador de la Bolsa de Nueva York y surge a raíz de la adquisición de *Euronext* por *NYSE* en el año 2007. *Euronext* está compuesta por la unión de la Bolsa de Ámsterdam, Bruselas, París, Oporto y Lisboa y el LIFFE (*London International Financial Futures and Options Exchange*). En noviembre de 2013, *NYSE Euronext* fue adquirido por *Intercontinental Exchange Inc*. formándose así la mayor red mundial de mercados regulados.

3.7) Confianza

Los indicadores de confianza son medidas aritméticas ajustadas a la estacionalidad de los datos obtenidos de una encuesta con preguntas específicas. En este sentido, la confianza del hogar es un determinante del ahorro identificado anteriormente en la presente Tesis.

El *Indicador de Sentimiento Económico* (ISE) mide la confianza de consumidores y empresarios, y se compone de cinco indicadores sectoriales con distinta ponderación: indicador de confianza industrial (40%), del sector servicios (30%), de la construcción (5%), de los consumidores (20%) y del comercio minorista (5%).

Los actores económicos que intervienen en su elaboración permiten relacionar sus resultados, que se detallan en el cuadro nº 53, con la evolución económica a través del comportamiento del PIBpm.

Cuadro nº 53

ISE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona	107,0	114,3	102,4	96,7	95,5	100,7	99,6	107,4	109,4	93,4	80,2	100,7	101,5	89,3	99,9
Alemania	105,2	110,4	97,0	88,9	90,5	96,0	95,4	105,5	108,4	96,9	83,3	106,7	110,9	99,7	99,6
Francia	106,6	116,1	104,1	100,0	97,5	106,1	103,7	107,1	110,6	96,9	83,9	101,3	103,1	90,8	102,0
Italia	103,5	112,7	105,3	102,8	99,6	100,1	99,6	109,5	106,6	91,4	83,6	97,8	95,3	81,5	99,2
España	110,3	112,9	108,1	104,1	105,3	104,5	104,0	103,1	102,7	86,1	81,9	94,4	91,9	87,9	99,8

Indicador de Sentimiento Económico (ISE). Valor medio = 100. Datos mensuales anualizados. Fuente: Eurostat y elaboración propia (13.03.13).

El *Indicador de Confianza del Consumidor* (ICC) mide la situación económica en general, la situación financiera de los hogares, y las expectativas de empleo y ahorro de los próximos doce meses. Es una herramienta útil para interpretar y predecir la evolución del consumo privado. Así, una percepción favorable sobre la situación económica podría anticipar un crecimiento del consumo familiar. En caso contrario, podría contraerse.

Cuadro nº 54

ICC	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Media 1999/2012
Eurozona	-3,4	0,9	-5,3	-10,5	-17,9	-14,1	-13,8	-9,0	-4,9	-18,1	-24,8	-14,0	-14,3	-22,5	-12,3
Alemania	-2,0	3,1	-3,8	-10,9	-18,7	-16,3	-13,7	-5,8	4,4	-7,5	-25,2	-3,2	4,3	-4,8	-7,2
Francia	-8,6	-2,5	-11,4	-15,1	-24,4	-14,5	-16,0	-11,9	-5,7	-22,4	-28,4	-18,7	-22,5	-24,4	-16,2
Italia	-9,9	-7,4	-2,9	-8,5	-13,9	-18,4	-18,3	-15,7	-18,7	-23,8	-21,0	-21,6	-27,7	-36,7	-17,5
España	1,6	2,1	-4,0	-11,4	-13,4	-10,8	-10,7	-12,0	-13,3	-33,7	-28,2	-20,9	-17,1	-31,7	-14,5

Indicador de Confianza de los Consumidor (ICC). Escala (-100, 100): Falta de confianza (-100), neutralidad (0) y extrema confianza (100). Datos mensuales anualizados. Fuente: Eurostat y elaboración propia (13.03.13).

La confianza del consumidor en Italia (-17,5), Francia (-16,2) y España (-14,5) se sitúa por debajo de la media de la Eurozona (-12,3), no así en Alemania (-7,2), según indica el cuadro nº 54.

La literatura económica ha estudiado la influencia de la confianza del consumidor en el comportamiento ahorrador desde hace varias décadas. En efecto, Katona y Mueller (1956) afirmaron que las expectativas optimistas de renta futura estimulaban el consumo corriente, no así las pesimistas que causaban el efecto contrario. Posteriormente, otros autores se han posicionado al respecto.

Así, Ewing y Payne (1998) indican que existe una relación a largo plazo negativa entre la tasa de ahorro y la confianza del consumidor (Ewing y Payne, 1998); Carbó, Masilla y Maqui (2009) cuando afirman que la confianza en los mercados bursátiles influye en el ahorro en línea de los dos trabajos anteriores; Fernández y Jiménez (2010) indican que las turbulencias económicas generan incertidumbre y arrastra la confianza del consumidor, lo que conlleva un incremento en su ahorro, aunque si bien tampoco es descartable a medio plazo que la crisis financiera genere cambios estructurales en la valoración de la incertidumbre económica de los hogares; Uxo (2010) indica que una menor confianza del consumidor implica un mayor ahorro motivado por el deseo de mantener un nivel de consumo que cubra el riesgo de incertidumbre de los ingresos futuros si no se producen; Pina (2011) sostiene que en los periodos de contracción económica, la incertidumbre sobre las expectativas futuras empaña la confianza de los sectores institucionales, y en el caso de los hogares se suele traducir en aumento de la tasa de ahorro con el fin de prevenir contingencias futuras; Del Río y Cuenca (2011) que afirman que en un contexto de recuperación económica y revalorización de activos la disminución del ahorro familiar está motivado por la recuperación de la confianza; y Del Olmo (2011) indica que la confianza es fundamental a la hora de tomar decisiones económicas, y una caída de la confianza del consumidor implica un mayor ahorro.

4) Especificación del modelo del ahorro familiar

El modelo hipotético de largo plazo de los determinantes del ahorro bruto de los hogares (ABH) expuestos anteriormente del que se plantean estimar sus parámetros en la presente Tesis sería el siguiente[143]:

$$LABH_t = \alpha_0 + \beta_1 PRESFISC_t + \beta_2 RAsRBDH_t + \beta_3 LRIQNETA_t + \beta_4 TDEP_t + \beta_5 TOCUP_t + \beta_6 TIREAL_t + \beta_7 LCON_t + \beta_8 TDi + u_t$$

Donde $LABH_t$ = es la variable dependiente del modelo entendida como el logaritmo neperiano del ahorro bruto de los hogares.

α_0 = la constante o el término independiente del modelo.

β_1 = la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares ante cambios previstos en el 1 por ciento de la presión fiscal que soportan los hogares; $PRESFISC_t$ = variable independiente del modelo entendida como la presión fiscal que soportan los hogares (impuestos y cargas sociales sobre renta bruta disponible).

β_2 = la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares ante cambios del 1 por ciento de la remuneración de asalariados sobre la renta bruta disponible de los hogares; $RAsRBDH_t$ = variable independiente del modelo entendida como la remuneración de asalariados sobre la renta bruta disponible de los hogares.

β_3 = la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares ante cambios del 1 por ciento en la riqueza neta de los hogares; $LRIQNETA_t$ = variable independiente del modelo entendida como el logaritmo neperiano de la riqueza neta de los hogares (patrimonio financiero y no financiero menos endeudamiento bancario y no bancario).

[143] El modelo diseñado no contempla otros factores que influyen previsiblemente en el ahorro de los hogares, según se ha argumentado anteriormente. Entre ellos podría destacarse el nivel educativo de la población. Distintos autores han tratado esta cuestión desde hace décadas. En efecto, Solomon (1975) sostuvo que la relación entre el nivel educativo del cabeza de familia y la propensión a ahorrar es positiva; Posteriormente, otros autores, como por ejemplo, Avery y Kennickell (1991), Bernheim y Scholz (1993), Attanasio (1993), Browning y Lusardi (1996), y Attanasio y Székely (1998) indican también que la relación entre el nivel educativo y la tasa de ahorro familiar es positiva; A su vez, Morisset y Revoredo (1995) argumentan que existen diversas razones para considerar que la educación y el ahorro están vinculados positiva o negativamente. Así, esta relación puede ser negativa debido a que inicialmente el gasto en educación aumenta el consumo y reduce la renta disponible. Otro argumento que refuerza una relación negativa se basa en la motivación precautoria del ahorro, puesto que las personas educadas tienen una menor probabilidad de estar desempleadas. Y a su vez, la influencia de la educación sobre el ahorro a largo plazo es positiva aunque con un efecto retardado de cinco años para compensar a través de sus ingresos su inicial impacto negativo. De tal modo, los efectos que tienen la educación primaria y secundaria sobre el ahorro son positivos y significativos en el conjunto de las regiones analizadas (74 países), no así la educación universitaria, dado que éstos son sólo positivos en las economías industrializadas. En cambio, Burney y Khan (1992), indican que la educación presenta una influencia negativa en el ahorro familiar, siendo probable que el ahorro sea menor en las personas que cuentan con un nivel educativo superior; Denizer y Wolf (1998) observan que la tasa de ahorro disminuye con la educación; Gough (2011) concluye que cuando aumenta el porcentaje de población con graduación universitaria disminuye la tasa de ahorro familiar; y Beckmann, Hake y Urvova (2013) sostienen que las políticas que fomentan la educación no afectan solamente al crecimiento a través de la formación de capital humano, sino que también aumentan la propensión al ahorro. Ahora bien, estaría justificada su no inclusión en la especificación del presente modelo, puesto que su influencia en el ahorro estaría medida indirectamente a través de la variable *tasa de ocupación*.

β_4 = la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares ante cambios del 1 por ciento de la tasa de dependencia de la población; $TDEP_t$ = variable independiente del modelo entendida como tasa de dependencia de la población (población menor de 15 años y mayor de 64 años sobre población entre 15 y 64 años).

β_5 = la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares ante cambios del 1 por ciento de la tasa de ocupación de la población; $TOCUP_t$ = variable independiente del modelo entendida como la tasa de ocupación de la población (población empleada sobre población en edad de trabajar de 15 a 64 años).

β_6 = la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares ante cambios del 1 por ciento de la tasa de interés real; $TIREAL_t$ = variable independiente del modelo entendida como la tasa de interés real (media trimestral del Euribor 12m menos IPCA 12m).

β_7 = la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares ante cambios del 1 por ciento de la confianza del consumidor; $LCON_t$ = variable independiente del modelo entendida como el logaritmo neperiano de la confianza del consumidor.

β_8 = el parámetro que acompaña a TDi que indica la variación porcentual en la tendencia de la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares desde la fecha de cambio estructural (2007Q3) en adelante incluida en el modelo; T = la variable de tendencia determinística en el modelo; Di = una variable ficticia que toma valor 0 entre 1999Q1 y 2007Q2, y valor 1 entre 2007Q3 y 2013Q4.

u_t = la perturbación aleatoria del modelo.

Las series de datos trimestrales ABH y RIQNETA se deflactan[144], se desestacionalizan[145], y se transforman logarítmicamente[146] por estar medida en miles de millones de euros corrientes; *CON* se desestacionaliza y se transforma logarítmicamente pero no se deflacta precisamente por estar en puntos; y el resto de variables PRESFISC, RAsRBDH, TDEP, TOCUP y TIREAL sólo se desestacionalizan por estar en términos porcentuales[147].

Siguiendo los pasos previos dados anteriormente, los resultados de las pruebas de estacionariedad permiten concluir que no existe evidencia suficiente para rechazar que LABH, PRESFISC, RAsRBDH, LRIQNETA, TDEP, TOCUP, TIREAL y LCON son integrables de orden, I(1), según los cuadros ADF, PP, KPSS y PerronSB[148]:

Una vez contrastada su estacionariedad, se contrasta su relación de equilibrio a largo plazo mediante el test de *Johansen*, aunque previamente se determina el número de rezagos adecuados aplicando 4 como número máximo con el criterio de selección del modelo VAR (*VAR Lag Order Selection Criteria*)[149] seleccionando *Schwarz* (*SC*) como criterio de información, según se ha justificado en la presente Tesis anteriormente. Este criterio indica que debe emplearse 1 como número de rezagos adecuados.

[144] Deflactor del IPCA trimestral.
[145] Método Tramo/Seats (Eviews7).
[146] Logaritmos neperianos.
[147] Véanse apéndices nº 19, 20, 21, 22, 23, 24 y 25.
[148] Véase apéndice nº 26.
[149] Véase apéndice nº 27.

El test de *Johansen* (1991, 1997)[150] observa que existen, al menos, dos vectores de cointegración incluyendo la presencia de un único cambio estructural en la tendencia desde el tercer trimestre de 2007 (2007Q3) en adelante como variable exógena, según la justificación dada anteriormente (crisis financiera).

El test de *Hansen* (1992)[151] confirma también esta relación de cointegración entre LABH, PRESFISC, RAsRBDH, LRIQNETA, TDEP, TOCUP, TIREAL y LCON en la Eurozona, dada su probabilidad mayor de 0,2, además de acreditar la presencia de una tendencia aleatoria.

A continuación se estima el vector de cointegración de la relación entre la variable dependiente LABH con el resto de variables independientes PRESFISC, RAsRBDH, LRIQNETA, TDEP, TOCUP, TIREAL y LCON usando la metodología DOLS explicada anteriormente:

Dependent Variable: LABH
Method: Dynamic Least Squares (DOLS)
Sample (adjusted): 2000Q3 2013Q4
Included observations: 54 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Fixed leads and lags specification (lead=0, lag=2)
Long-run variance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PRESFISC	-0.065254	0.007420	-8.793820	0.0000
RASRBDH	0.058321	0.011902	4.899891	0.0001
LRIQNETA	-0.432638	0.086247	-5.016234	0.0000
TDEP	0.048824	0.008888	5.493440	0.0000
TOCUP	0.069551	0.007540	9.224463	0.0000
TIREAL	0.026561	0.004706	5.644268	0.0000
LCON	-0.317605	0.052052	-6.101736	0.0000
C	12.45158	1.927738	6.459166	0.0000
(@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND	-0.000567	0.000264	-2.147087	0.0421

R-squared	0.987179	Mean dependent var	12.02030
Adjusted R-squared	0.971687	S.D. dependent var	0.052633
S.E. of regression	0.008856	Sum squared resid	0.001882
Durbin-Watson stat	2.315137	Long-run variance	4.92E-05

El modelo que se presenta no dispone de una muestra lo suficientemente amplia para permitir al programa econométrico Eviews7 elegir el número de *lags* y *leads* de forma automática basándose en los distintos criterios de información puestos a disposición en el mismo (*AIC*, *Schwarz* o *Hanna Quinn*).

Finalmente, después de realizar varias combinaciones con la finalidad de que el coeficiente de determinación ajustado del modelo (*Adjusted* R^2) sea el más alto posible, pero siempre supeditado a que sea significativo y sus residuos no presenten autocorrelación, su distribución sea normal y no muestren heterocedasticidad[152], se seleccionan de una forma manual 2 *lags* y 0 *leads*, conformando una estimación que cumple estos requisitos en su totalidad.

[150] Véase apéndice nº 28.
[151] Véase apéndice nº 29.
[152] Véase apéndice nº 30.

Todos los coeficientes del modelo estimado, que señalan la elasticidad de la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares (LABH) ante cambios en las variables independientes del mismo, son significativos (p-valor inferior a 0,05), y por lo tanto, el modelo que se presenta es altamente significativo, ya que su coeficiente de determinación ajustado (*Adjusted* R^2) es superior al 97% (0,971687).

Por un lado, los coeficientes estimados del modelo que acompañan a las variables LRIQNETA, LCON y PRESFISC son menores de uno y con signo negativo, por tanto, un aumento del 1% en alguna de ellas reduce la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares (LABH), eso sí, en una proporción inferior al de sus respectivos incrementos, siendo LRIQNETA, la variable que presenta una mayor influencia de las tres indicadas, y PRESFISC, la que causa la menor reacción negativa de las tres.

Y por otro, las elasticidades del LABH ante las variaciones del resto de variables independientes que se han incluido también en el modelo, RAsRBDH, TDEP, TOCUP y TIREAL son menores de uno y con signo positivo. Asimismo, la influencia que presentan todas ellas es similar, siendo la de la tasa de ocupación (TOCUP) ligeramente superior al resto, seguida por la remuneración de asalariados sobre la renta bruta disponible familiar (RAsRBDH) y la tasa de dependencia (TDEP), situándose en último lugar, pero no a gran distancia, el tipo de interés real (TIREAL).

Asimismo, se incluye una variable dicotómica o ficticia desde el tercer trimestre del año 2007 en adelante a raíz de la crisis financiera (comentada anteriormente) que muestra una reducción leve pero significativa de la variación porcentual en la tendencia de la tasa de crecimiento del ahorro bruto familiar (LABH) (coeficiente = -0,000567; p-valor = 0,0421).

El resultado alcanzado en el presente modelo de los determinantes a largo plazo del ahorro bruto de los hogares en la Eurozona, y que acabamos de detallar, son perfectamente compatibles con la teoría económica, según hemos comentado anteriormente en la Tesis.

Bloque II: Estructura y desarrollo de las IIC

1) Estructura de la Industria

Antes de exponer los orígenes y la evolución de la industria de IIC, principalmente enfocada en el marco europeo y español desde la entrada del *Euro*, conviene detenerse previamente en su funcionamiento. Para ello, el papel que desempeñan las entidades INVERCO, CNMV y ESMA resulta fundamental.

La Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) agrupa, en calidad de miembros asociados, a la práctica totalidad de las IIC españolas (Fondos y Sociedades de Inversión), a los fondos de pensiones españoles, y a las IIC extranjeras registradas en la CNMV a efectos de su comercialización en España.

INVERCO representa los intereses de las IIC y de los fondos de pensiones ante las administraciones públicas y, en general, ante cualquier organización representativa, lleva a cabo una máxima coordinación en beneficio de todas las instituciones integradas en la asociación, realiza la defensa de los intereses de los asociados, y establece y fomenta las relaciones con otras entidades españolas o extranjeras.

Y a su vez, participa en organizaciones empresariales de ámbito nacional o internacional y forma parte de EFAMA (Federación Europea de Fondos y Gestión de Activos), EFRP (Federación Europea de Fondos de Pensiones), FIAP (Federación Internacional de Administradoras de Pensiones), IIFA (Federación Internacional de Fondos de Inversión), FIAFIN (Federación Iberoamericana de Fondos Mutuos) y de la WPA (World Pension Association).

La Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) es el principal organismo que se encarga de la protección del inversor. También supervisa e inspecciona los mercados de valores españoles y la actividad de cuantos intervienen en los mismos, y tiene competencias para autorizar la constitución de IIC y supervisar el cumplimiento de sus obligaciones.

Su ámbito de actuación incluye a las IIC nacionales, a las IIC extranjeras cuando se comercializan en España, a las SGIIC nacionales, las SGIIC autorizadas en otro Estado Miembro de la Unión Europea al amparo de la Directiva 85/611/CEE, a las entidades depositarias, y a quienes realicen operaciones propias de cualquiera de los sujetos anteriores y de las restantes personas físicas y jurídicas que puedan verse afectadas por la legislación que sea de aplicación.

El papel que desempeña la CNMV se refuerza con la Autoridad Europea de Valores y Mercados (*European Securities and Markets Authority*, ESMA), creada por el Reglamento de la UE nº 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo ha sustituido al Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) con fecha 1 de enero del 2011.

La nueva arquitectura supervisora de la UE está integrada por el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (*European System of Financial Supervision,* ESFS) del que forman parte la propia Autoridad Europea de Valores y Mercados (*European Securities and Markets Authority,* ESMA) y, además, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (*European Systemic Risk*

Board, ESRB), la Autoridad Bancaria Europea (*European Banking Authority,* EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (*European Insurance and Occupational Pensions Authority,* EIOPA) y las autoridades competentes de supervisión de los Estados miembros.

ESMA tiene como objetivo proteger el interés público, contribuir a la estabilidad y efectividad del sistema financiero de la Unión Europea, asegurar la integridad, transparencia, eficiencia y correcto funcionamiento de los mercados financieros, reforzar la coordinación de la supervisión, evitar el arbitraje regulatorio, asegurar que las decisiones sobre riesgos e inversiones se regulan y supervisan adecuadamente y, con carácter general, aumentar la protección del inversor y consumidor de productos financieros. Su ámbito de actuación incluye, dentro del mercado de valores, las instituciones de inversión colectiva (IIC), el gobierno corporativo, la información financiera, los sistemas de compensación y liquidación, las ofertas públicas de adquisición y los derivados crediticios. De este modo, elabora proyectos de normas técnicas de regulación y de ejecución, emite guías y recomendaciones, adopta decisiones dirigidas a las autoridades competentes en casos específicos o a los participantes en los mercados cuando éstas afecten al derecho de la Unión Europea directamente aplicable, emite dictámenes para el Parlamento Europeo, el Consejo o la Comisión Europea, y tiene la capacidad de mediar entre los supervisores financieros nacionales y de imponer prohibiciones temporales a determinados productos y actividades financieras de riesgo, y decisiones de instituciones financieras con el fin de poner remedio a las infracciones de la legislación comunitaria cuando no actúen los supervisores nacionales (CNMV).

1.1) Formas jurídicas

Las IIC pueden adoptar una de las formas jurídicas siguientes:

1.1.1) Fondos de inversión

Los fondos de inversión son patrimonios separados, sin personalidad jurídica, que pertenecen a una pluralidad de inversores.

El patrimonio de un fondo de inversión está administrado por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo siguiendo una política de inversión determinada con el concurso paralelo de una entidad depositaria encargada de la custodia de los activos del fondo, así como de vigilar y supervisar su gestión con el fin de velar por la inversión de los partícipes.

Las participaciones son cada una de las partes iguales en las que se divide el patrimonio de un fondo de inversión, es decir, las aportaciones unitarias de cada uno de los inversores. Luego, todas las participaciones tienen los mismos derechos y valen lo mismo.

Su propiedad da derecho a participar en los resultados de la gestión, que se harán efectivos, convirtiéndose en beneficios o pérdidas, cuando el titular tome la decisión de venta.

Las participaciones son nominativas, se representan a través de certificados sin valor nominal o anotaciones en cuenta (registros informáticos), y son valores negociables que, en realidad, no se negocian en ningún mercado de valores al comprarse y venderse a través de una SGIIC, que emite y reembolsa sus participaciones.

El valor liquidativo es el precio de una única participación en el mercado, y se calcula al dividir su patrimonio entre el número de participaciones en circulación, descontados sus gastos y comisiones. Si existen varias clases de participaciones, el valor de cada una se obtiene al dividir la parte del patrimonio del fondo entre el número de participaciones en circulación correspondiente.

Los fondos de inversión no tienen un número fijo de participaciones, sino que cambia dependiendo de la compraventa de participaciones, con lo que su aumento o disminución no modifica su valor liquidativo, ya que el valor total del fondo y el número total de participaciones varían en la misma cuantía.

Los partícipes o inversores son las personas que aportan sus ahorros a un fondo de inversión. Pueden realizar sus aportaciones en el momento de su constitución o con posterioridad y, en cuanto lo deseen, obtener su reembolso total o parcial.

En definitiva, los partícipes son copropietarios del patrimonio del fondo y les corresponde un porcentaje en función de su aportación.

El titular de una participación puede ser una persona física o jurídica, residente o no residente, mayor o menor de edad, pudiendo existir uno o varios titulares por cuenta abierta.

Existe la posibilidad de crear dos o más compartimentos o subfondos en los fondos de inversión con responsabilidad separada y agrupados bajo un único contrato constitutivo y reglamento de gestión.

Estos compartimentos emiten participaciones representativas de la parte del patrimonio atribuido del fondo de inversión y reciben una denominación específica que debe incluir necesariamente la denominación del fondo de inversión.

La parte del patrimonio del fondo de inversión correspondiente a cada compartimento responde de los costes, gastos y demás obligaciones si son expresamente atribuidos a ese compartimento o en la proporción establecida en el reglamento del fondo en caso de no ser atribuidos expresamente. Los compartimentos permiten la inversión en activos y mercados muy diversos y especializados con costes mínimos.

Como regla general, el número de partícipes de un fondo no puede ser inferior a 100. Sin embargo, en los fondos por compartimentos, el número mínimo de partícipes debe ser 20, aunque debe totalizar al menos 100 en el conjunto del fondo.

1.1.2) Sociedades de inversión

Son aquellas que adoptan la forma de sociedad anónima, siendo su objeto social el anteriormente descrito para las IIC.

Su capital social se distribuye en acciones **y** debe estar totalmente suscrito y desembolsado desde su constitución. Cada acción representa una parte alícuota de su capital social. Los valores que emiten son nominativos y se representan mediante anotaciones en cuenta (registros informáticos).

No obstante, su capital social es susceptible de aumentar o disminuir dentro de los límites de capital máximo o mínimo fijados en sus estatutos, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones, sin necesidad de acuerdo de la Junta General.

El valor liquidativo de cada acción se determina dividiendo el patrimonio de la sociedad de inversión entre su número de acciones. Si existen varias series de acciones, el valor de cada una se obtiene dividiendo la parte del patrimonio de la sociedad correspondiente a dicha serie entre el número de acciones en circulación correspondiente a esa serie.

Existe la posibilidad de crear dos o más compartimentos con responsabilidad separada y agrupados bajo un único contrato constitutivo y estatutos sociales. Estos compartimentos emiten acciones o varias series de acciones representativas de su capital social y reciben una denominación específica que se debe incluir necesariamente. La parte del capital de la sociedad correspondiente a cada compartimento responde de los costes, gastos y demás obligaciones cuando son expresamente atribuidos a ese compartimento o en la proporción establecida en los estatutos de la sociedad en caso de no ser atribuidos expresamente. En este sentido, los compartimentos pueden asumir una política de inversión propia así como diferentes características, como por ejemplo, en cuanto a la inversión mínima necesaria o las comisiones de aplicación.

Los accionistas son los propietarios de las sociedades de inversión, al ser quienes realizan aportaciones a su capital social, tienen derecho de voto, y su responsabilidad se limita al capital aportado.

El número de accionistas en una sociedad de inversión no puede ser inferior a 100. Sin embargo, por compartimentos, el número mínimo debe ser igual o superior a 20 en cada compartimento, aunque debe totalizar al menos cien en el conjunto de la sociedad.

La principal diferencia entre un fondo de inversión y una SICAV se centra en su naturaleza jurídica: un fondo no opta por una figura societaria, sino contractual o fiduciaria. Otras diferencias son las relaciones jurídicas en una SICAV no existen entre SGIIC, entidad depositaria y partícipes, o que sus accionistas son protagonistas en el nombramiento de administradores y la política de inversión, modificables en una asamblea, y aprueban sus balances y cuentas, a diferencia de un fondo en el que son meros partícipes (Rocafort, 2011).

Ahora bien, los fondos y sociedades de inversión garantizan una efectiva separación de activos respecto de la estructura en la que se materialicen las inversiones, de manera tal que la responsabilidad de los inversores sólo alcanza hasta el límite de sus aportaciones.

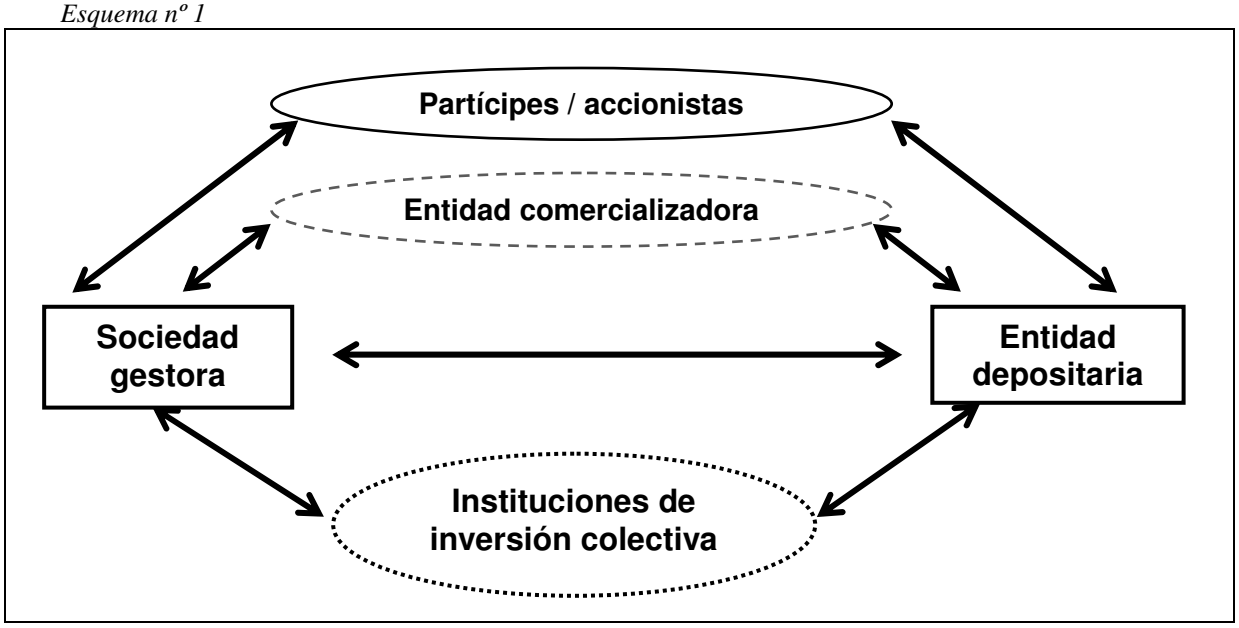
La normativa de las IIC establece que los acreedores de fondos de inversión no podrán hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio de los partícipes. La responsabilidad se limita a sus aportaciones. Asimismo, el patrimonio de los fondos no responderá de las deudas de los partícipes, gestores o depositarios, consagrándose así una de las principales garantías de éstos, la existencia de un patrimonio separado de tipo especial creado por la Ley.

1.2) Entidades relacionadas

Las IIC precisan del concurso de otras entidades para su constitución. Incluso, dependiendo de su forma jurídica, la concurrencia de alguna de ellas puede resultar imprescindible para su correcto funcionamiento.

Las entidades relacionadas con las IIC son las siguientes, según detalla el esquema nº 1:

Esquema nº 1



Fuente: Inverco.

Estas entidades ejercen las funciones que se detallan a continuación:

1.2.1) Entidades comercializadoras

Tienen como objetivo fundamental la promoción y venta de las participaciones o acciones de las IIC entre los inversores a través de sus sucursales o agencias, sin tener ningún otro cometido adicional dentro de este esquema.

La comercialización de las IIC se lleva a cabo principalmente por empresas de servicios de inversión (ESI) y entidades de crédito, y también por SGIIC.

Actualmente está presente el concepto de *Arquitectura Abierta*, estructura mediante la cual las entidades independientes actúan como entidades comercializadoras de gran diversidad de SGIIC que les permite ofrecer a los inversores las mejores alternativas de inversión del mercado sin ningún conflicto de intereses. La entidad distribuidora obtiene una comisión de la SGIIC sin suponer un sobrecoste para el inversor final.

*Comercialización de IIC españolas en la Unión Europea***.** Está permitida desde que la CNMV comunique a la IIC que ha remitido un escrito de notificación con la información necesaria a las autoridades competentes de los Estados miembros en los que las IIC tengan previsto comercializarse. La documentación consiste en un escrito de notificación que

contenga información sobre la IIC a comercializar y un certificado de que la IIC cumplen la Directiva 2009/65/CE.

Comercialización de IIC armonizadas (*UCITS*) *en España*. Está permitida en toda la jurisdicción de la Unión Europea desde que la autoridad competente del Estado miembro de origen comunica a la IIC que ha remitido a la CNMV un escrito de notificación con la información necesaria.

Comercialización de IIC no armonizadas (*Non-UCITS*) *en España***.** La IIC no armonizada debe acreditar ante la CNMV que la normativa española regula la misma categoría a la que pertenece y que está sujeta en su Estado de origen a una normativa específica de protección de los inversores semejante a la española. También necesita un informe favorable de la autoridad del Estado de origen encomendada del control e inspección de su actividad. Asimismo, la IIC no armonizada debe aportar documentos que acrediten la sujeción de la IIC y de las acciones, participaciones o valores representativos de su patrimonio al régimen jurídico que le sea aplicable, sus estados financieros preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable y su folleto informativo, y realizar su registro en la CNMV. Y en última instancia, la CNMV debe autorizar su comercialización.

1.2.2) SGIIC

Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) son sociedades anónimas encargadas de la gestión y representación de los fondos y sociedades de inversión.

Asumen la responsabilidad sobre la evolución de las inversiones ante los partícipes y accionistas, y a su vez, deben obtener la autorización de la CNMV e inscribirse en el registro mercantil y de la CNMV.

La gestión y representación de las sociedades de inversión no tiene que estar delegada necesariamente en SGIIC. Si lo prevén los estatutos sociales, la junta general o el consejo de administración, puede acordar que se encomiende a las SGIIC o entidades habilitadas en España para realizar el servicio de inversión.

Las SGIIC nacionales tienen su domicilio social en territorio español y su capital mínimo desembolsado asciende a trecientos mil euros.

Las SGIIC que deseen desarrollar su actividad en otro Estado miembro de la Unión Europea deben remitir a la CNMV documentación sobre los procedimientos que aplican en la gestión de riesgos, las medidas de información a los inversores y de atención a sus reclamaciones. Una vez recibida y revisada, la CNMV remite esta documentación al supervisor de acogida del Estado miembro, junto a un certificado acreditativo de que la SGIIC cumple con la Directiva UCITS IV. Un procedimiento análogo siguen las SGIIC comunitarias que pretendan desarrollar su actividad en España.

Las SGIIC pueden realizar la actividad de gestión discrecional e individualizada de carteras, en virtud del mandato otorgado por los inversores o por una persona legalmente autorizada, siempre que estén adheridas al Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN) con carácter previo al inicio de esta actividad. A su vez, pueden comercializar

acciones y participaciones de IIC y ser autorizadas a administrar, representar, gestionar y comercializar fondos de capital riesgo.

También pueden encargarse de la gestión de varias IIC a la vez en función de las necesidades o preferencias de los inversores.

Las SGIIC tienen la obligación de actuar en interés de los inversores y asumen obligaciones de información a los inversores, CNMV y entidades depositarias.

La CNMV exige información periódica de la trayectoria de la IIC y grado de cumplimiento de los requisitos legales sobre coeficientes de inversión, patrimonio, liquidez, relación de operaciones de compra y venta, etc.

Las SGIIC deben atender y resolver las reclamaciones de los inversores, y contar con un servicio de atención al cliente con un registro interno de reclamaciones y contestaciones. Y designar también un *defensor del cliente*, seleccionado entre expertos independientes de reconocido prestigio y acogerse a sus resoluciones.

Las SGIIC pueden delegar algunas funciones en terceras entidades, pero nunca delegar todas y convertirse en una entidad instrumental o vacía de contenido. Funciones delegables son la gestión de los servicios contables, la valoración y determinación del valor liquidativo y el control del cumplimiento de la normativa aplicable.

La gestión de activos sólo pueden delegarla en SGIIC o entidades autorizadas para realizar la actividad de gestión discrecional e individualizada de carteras, aunque debe ser autorizada previamente por la CNMV.

No obstante, la delegación no limita la responsabilidad en el cumplimiento de las actividades delegadas. En consecuencia, las SGIIC deben establecer controles y dar instrucciones a las entidades delegadas. También pueden revocar su delegación en interés de los inversores.

1.2.3) Entidades depositarias

Son entidades que custodian los valores y efectivo de las IIC, liquidan las operaciones realizadas y vigilan la gestión de las SGIIC y, en su caso, de los administradores de las IIC con forma societaria. A este fin, comprueban especialmente que se respetan los límites a las inversiones.

Están obligadas a redactar el reglamento de gestión de los fondos de inversión y otorgar el documento de constitución, así como los de modificación o liquidación. Dichas funciones se desarrollan de manera conjunta con las SGIIC.

Entidades depositarias pueden ser cualquier banco, caja de ahorros, cooperativa de crédito, y sociedad o agencia de valores.

Todas ellas deben ostentar la condición de entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados en los que vayan a operar, sea como tal

o a través de otra entidad participante que tenga desglosada la cuenta de terceros, y tener su domicilio social o una sucursal en España.

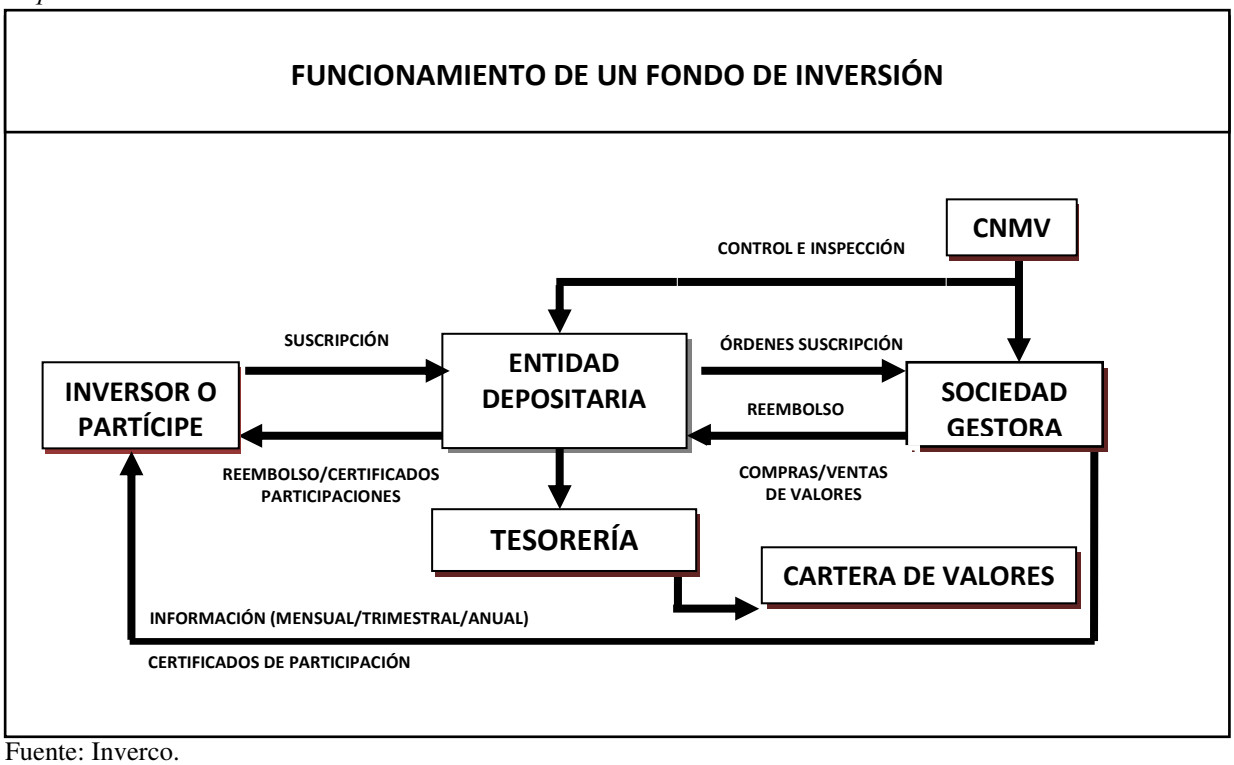
Asimismo, deben remitir a la CNMV un informe semestral sobre el cumplimiento la función de vigilancia y supervisión e informar por escrito a la CNMV de cualquier anomalía que detecte en la gestión o administración de las IIC y que revista una especial relevancia.

Sus cargos de administración o dirección deben reunir unos requisitos de idoneidad y tener unos conocimientos y experiencia adecuados en el mercado de valores.

Cada IIC tendrá una sola entidad depositaria que, salvo excepciones, no podrá ser sociedad gestora de esa misma IIC simultáneamente.

Por tanto, son entidades que custodian los activos y colaboran en el proceso de supervisión múltiple de las IIC. El esquema nº 2 resume su funcionamiento de forma esquemática:

Esquema nº 2



Fuente: Inverco.

En definitiva, la vinculación existente entre la SGIIC y la entidad depositaria tiene como objetivo primordial el control y la vigilancia de la una con respecto a la otra, para garantizar la transparencia y seguridad de los partícipes/accionistas en IIC.

Por ello, es necesario que exista una independencia entre la SGIIC y la entidad depositaria, puesto que se supervisan mutuamente. En consecuencia, se prohíbe su pertenencia al mismo grupo financiero, salvo que cumpla una serie de condiciones como la inexistencia de consejeros o administradores comunes, la independencia de la dirección efectiva de la SGIIC respecto a la entidad depositaria, la existencia de domicilios diferentes y la separación física de sus centros de actividad.

La existencia de estas salvedades permite a la práctica totalidad de las SGIIC de los grupos bancarios en España contar con una entidad depositaria perteneciente al mismo grupo financiero. De todas formas, la normativa exige el establecimiento de una comisión independiente en la SGIIC que controle esta regla de la separación. Esta comisión debe remite un informe anual a la CNMV. En el caso de que se establezcan salvedades, deberá sustituirse la entidad depositaria por otra que no pertenezca al grupo financiero.

1.3) Modalidades

El enorme desarrollo de las IIC ha creado una gama realmente amplia y diversificada de productos que permiten adaptarse a cada necesidad, a cada inversor y a cada situación de mercado, con lo que existen tantas IIC como tipos de inversores (Observatorio Inverco).

1.3.1) De acuerdo con la normativa europea

IIC armonizadas (*UCITS*). Son las IIC autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea de acuerdo con la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) [*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)*].

IIC no armonizadas (Non-UCITS). Son las IIC domiciliadas en un Estado miembro de la Unión Europea que no cumplen los requisitos establecidos en la Directiva 2009/65/CE y las IIC domiciliadas en Estados no miembros de la Unión Europea.

1.3.2) En función del carácter de la inversión que realizan

La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, que entra en vigor el 5 de febrero de 2004, deroga la Ley 86/1984, de 26 de diciembre, y establece una nueva clasificación:

1.3.2.a) IIC de carácter financiero[153]

Son las IIC que tienen por objeto la inversión en activos e instrumentos financieros.

1.3.2.a.1) A nivel general

Fondos de inversión (*FI*), cuyo patrimonio mínimo desembolsado asciende a tres millones de euros. En el caso de existir compartimentos, el capital mínimo desembolsado son seiscientos mil euros por compartimento.

Sociedades de inversión de capital variable (*SICAV)*, cuyo capital mínimo desembolsado asciende a dos millones cuatrocientos mil euros. En el caso de existir compartimentos, el capital mínimo desembolsado son cuatrocientos ochenta mil euros por compartimento.

[153] Antes de la aprobación de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, las IIC de carácter financiero tipificadas se clasificaban principalmente en fondos de inversión de activos del mercado monetario (FIAMM), fondos de inversión mobiliario (FIM), sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM) y sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV). Las primeras sociedades que se regularon fueron las SIM hasta su relevo por las SIMCAV.

1.3.2.a.2) A nivel específico

IIC de inversión libre (*IICIL, hedge funds*)[154]. Son IIC destinadas a inversores cualificados que precisan de una menor protección por su mayor experiencia o formación financiera. Pueden invertir libremente en cualquier activo financiero sin los límites de diversificación exigidos para el resto de IIC. Esta libertad implica una menor liquidez y transparencia, y un mayor nivel de riesgo en comparación con otro tipo de inversiones.

IIC de IIC de inversión libre (*IICIICIL*). Invierten, al menos, el sesenta por ciento de su patrimonio en IICIL, sin poder concentrar más del diez por ciento en una única IICIL.

IIC que invierten mayoritariamente en otras IIC. Son IIC que se caracterizan por invertir mayoritariamente su activo en acciones o participaciones de varias IIC de carácter financiero.

IIC principales (*Master*) *y subordinadas* (*Feeder*)**.** La *IIC principal* es aquella que tiene entre sus partícipes o accionistas al menos una *IIC subordinada*, y ésta última invierte al menos el ochenta y cinco por ciento de su patrimonio en una *IIC principal*. La creación de estructuras *principal-subordinada* puede ser transfronteriza a nivel europeo.

IIC cuyo objeto sea desarrollar una política de inversión que replique, reproduzca o tome como referencia un índice. Tienen como objetivo replicar, reproducir o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija que sea representativo de uno o varios mercados o de valores negociados en ellos. El índice debe tener una composición diversificada, resultar de fácil reproducción, ser una referencia para el mercado o conjunto de valores en cuestión y tener una difusión pública adecuada.

IIC Cotizadas (Exchange traded funds, ETF). Son instrumentos que se negocian en los mercados de valores. Invierten normalmente en acciones o bonos y su precio en los mercados no difiere mucho del que alcanzan los activos que lo componen. Suelen replicar algún índice bursátil, por lo que adoptan una estrategia de compra de activos similar a la del índice y utilizan instrumentos derivados.

IIC Especializadas en valores no negociados. Se caracterizan por invertir mayoritariamente su activo en valores de renta fija o variable, no negociados en mercados secundarios. La inversión deberá realizarse sobre valores emitidos por entidades con sede social en la OCDE que procedan de países que no resulten ser paraísos fiscales.

1.3.2.a.3) Según su vocación inversora

Las IIC se clasifican de acuerdo a la Circular 3/2011, de 9 de junio, de la CNMV, por la que se modifica parcialmente la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV.

La Circular 3/2011 establece que deben considerarse las inversiones de contado y de derivados en el cómputo de porcentajes de inversión de renta fija y renta variable en su vocación inversora, es decir, su exposición total de riesgo. También modifica ligeramente la

[154] IIC de IIC de Inversión Libre (IICIICIL). Invierten, al menos, el sesenta por ciento de su patrimonio en IICIL, sin poder concentrar más del diez por ciento en una única IICIL.

relación de tipologías de IIC e incorpora una definición armonizada a escala europea de los fondos de inversión monetarios.

La clasificación de las IIC en función de su vocación inversora tiene un doble objetivo, por un lado, de información estadística, y por otro, de información al inversor sobre el perfil de riesgo de las IIC y los activos en los que invierten (CNMV, 2009). El cuadro nº 55 detalla su clasificación:

Cuadro nº 55

Vocación inversora	Renta fija	Renta variable	Divisa No *Euro* (%)
Monetaria[155]	100	0	0
Renta fija euro[156]	100	0	≤10
Renta fija internacional	100	0	>10
Renta fija mixta euro	≥30	<30	≤30
Renta fija mixta internacional	≥30	<30	>30
Renta variable mixta euro	Del 25 al 70	Del 30 al 75	≤30
Renta variable mixta internacional	Del 25 al 70	Del 30 al 75	>30
Renta variable euro[157]	≤ 25	>75	≤ 30
Renta variable internacional	≤ 25	>75	>30
Garantizada de rendimiento fijo[158]	-	-	-
Garantizada de rendimiento variable[159]	-	-	-
Garantía parcial[160]	-	-	-
Global[161]	-	-	-
Gestión pasiva[162]	-	-	-
Retorno absoluto[163]	-	-	-
Inversión libre[164]	-	-	-

Datos en porcentaje (%).

[155] Su objetivo es mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde con los tipos del mercado monetario. No invierten en activos cuya calificación crediticia a corto plazo sea inferior a A2 por S&P (o equivalente), y no tienen exposición en renta variable, riesgo de divisa y materias primas. A su vez, distinguen la vocación *monetaria a corto plazo*, con una duración media de la cartera ≤ 60 días, un vencimiento medio de la cartera ≤ 120 días y un vencimiento legal residual de los activos ≤ 397 días; y *monetaria*, con una duración media de la cartera ≤ 6 meses, un vencimiento medio de la cartera ≤ 12 meses y un vencimiento legal residual de los activos ≤ 2 años siempre que su plazo de revisión del tipo de interés sea ≤ 397 días, pudiendo tener una exposición a deuda soberana con calificación crediticia mínima BBB por S&P (o equivalente) entendida como instrumentos del mercado monetario emitidos o avalados por una autoridad local, regional o central, banco central de algún Estado miembro, el Banco Central Europeo, la Unión Europea o el Banco Europeo de Inversiones.

[156] IIC que no han sido clasificadas dentro de la categoría de monetaria.

[157] Al menos el 60% de la exposición en renta variable emitida por entidades radicadas en el área euro.

[158] IIC con la garantía de un tercero que aseguran la inversión más un rendimiento fijo.

[159] IIC con la garantía de un tercero que aseguran la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo. Incluyen IIC con la garantía de un tercero que aseguran la recuperación de la inversión inicial y una gestión activa de una parte del patrimonio invertido.

[160] IIC con un objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial. Incluyen IIC con la garantía de un tercero que aseguran la recuperación de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.

[161] IIC con la libertad para no fijar de antemano los porcentajes en renta fija o variable de la inversión.

[162] IIC que replican o reproducen un índice. Incluye IIC cotizadas e IIC con un objetivo concreto de rentabilidad no garantizado

[163] IIC que se fijan como objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica. Para ello siguen técnicas de valor absoluto, *relative value* o dinámicas, entre otras.

[164] *Hedge funds* (definidos anteriormente en la presente Tesis).

1.3.2.b) IIC de carácter no financiero

Son aquellas que tienen por objeto la inversión en activos e instrumentos no financieros.

1.3.2.b.1) IIC Inmobiliarias

Son las que tienen como objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. En función de su forma jurídica, se distinguen:

Fondos de Inversión Inmobiliaria (*FII*)*,* cuyo capital mínimo desembolsado asciende a nueve millones de euros. En el caso de existir compartimentos, el capital mínimo desembolsado son dos millones cuatrocientos mil euros por compartimento. Invierten como mínimo el setenta por ciento del promedio anual de saldos mensuales del activo en inmuebles.

Sociedades de inversión inmobiliaria (*SII*)*,* cuyo capital mínimo desembolsado asciende a nueve millones de euros. En caso de existir compartimentos, el capital mínimo desembolsado son dos millones cuatrocientos mil euros por compartimento. Invierten como mínimo el noventa por ciento del promedio anual de saldos mensuales del activo en inmuebles.

1.3.2.b.2) Otras IIC no financieras

Hacen referencia a los fondos de inversión ecológicos y otros fondos en activos no financieros.

1.3.3) En función del destino de los resultados

1.3.3.a) De reparto

Son IIC en las que la distribución total o parcial de los rendimientos (excepto plusvalías latentes) se materializan en forma de dividendos.

1.3.3.b) De acumulación

Son IIC en las que se produce una capitalización íntegra de los resultados. Son las más habituales. Esta tipología destaca por su número.

1.3.4) En función de la liquidez proporcionada al inversor

1.3.4.a) Abiertas

Son IIC, cuyas unidades, a petición del accionista o partícipe, son recompradas o reembolsadas antes del inicio de su fase de disolución o liquidación, directa o indirectamente, con cargo a sus activos de acuerdo los procedimientos y la frecuencia que establecen sus reglamentos o documentos constitutivos, sus folletos o documentos de oferta[165].

[165] Los únicos reembolsos o recompras pertinentes para su consideración de IIC de tipo abierto deben ser los efectuados con cargo a sus activos. En este sentido, la posibilidad de que las acciones o participaciones puedan ser negociadas en el mercado secundario sin ser recompradas o reembolsadas por ellas mismas no debe tenerse en cuenta para determinar si son IIC de tipo abierto o no, según indica el Reglamento delegado (UE) n.º

1.3.4.b) Cerradas

Son IIC en las que no existen las condiciones de recompra o reembolso mencionadas anteriormente[166].

694/2014 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2013, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que determinan los tipos de gestores de fondos de inversión alternativos.

[166] Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las SGIIC de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, establece que tendrán la consideración IIC de tipo cerrado aquellas IIC en las que la política de desinversión de sus accionistas o partícipes cumpla con los siguientes requisitos: a) que las desinversiones se produzcan de forma simultánea para todos los accionistas o partícipes; b) que lo percibido por cada accionista o partícipe esté en función de los derechos que les correspondan según los términos establecidos en sus estatutos o reglamentos para cada clase de acciones o participaciones.

2) Desarrollo de la Industria

2.1) Antecedentes

La trayectoria histórica de las IIC desde sus orígenes es muy amplia. Las primeras IIC surgieron para facilitar la diversificación de las inversiones de los pequeños ahorradores (Rouwenhorst, 2004).

No obstante, concretar el origen de las IIC no es tarea sencilla, aunque la idea de aunar la voluntad de los ahorradores en manos de gestores especializados no es nueva, existían antecedentes a finales de la Edad Media (Fundación Inverco, 2007). Así, en aquella época, aparecieron las primeras agrupaciones de capital de comerciantes para realizar inversiones directas en sociedades. Es el caso de los banqueros alemanes de *Augsburg*. A su vez, posteriormente, a finales del siglo XVII, destacaron en Holanda las prácticas de intermediación de los *Administratie Kantooren* entre sociedades mercantiles que emitían títulos y suscriptores potenciales (Carnero, 2003).

El siglo XVIII supone un avance en el desarrollo de IIC. Así, en 1743 la iglesia escocesa aprueba un plan de sus pastores para crear un fondo de huérfanos y viudas (Dunlop, 1992). Escocia presenta un desarrollo muy importante de su sector financiero en paralelo a su revolución industrial (Lynch, 1991; Devine, 2006). En efecto, junto al desarrollo de sus entidades bancarias, surgen los *Parish Trust* (*fondos parroquiales*) cuyo objeto es la recaudación de los ahorros de sus feligreses para colocarlos en inversiones ventajosas (Carnero, 2003).

Durante la primera mitad del siglo XIX destacan, por ejemplo, la *Société Générale des Pays Bas pour Favoriser l'Industrie Nationale*, creada por el rey Guillermo I (1822) en los Países Bajos, la belga *Société des Actions Réunies*, creada por el Banco de Bélgica (1822), la compañía suiza *Omnium* establecida en 1849 o el *Crédit Mobilier* francés fundado por los hermanos Pereire tres años después (Carnero, 2003).

Fundación Inverco (2007) considera que este tipo de iniciativas pueden ser consideradas como precursoras de las actuales IIC. En cambio, otros autores como Carnero (2003) entienden que tienen un mayor parecido con bancos de inversión o sociedades de crédito.

Numerosos estudios realizados (Grayson, 1928; Bullock, 1959; Faffa, 1963; Castro, 1965; y Marriman y Rugg, 1986; Casado y Martínez, 1992) concluyen que los *Investment Trust* británicos son las primeras IIC que se asimilan a las actuales. Entre ellas destacan las siguientes compañías por acciones: International *Financial Society* (1862), *Financial Association* (1862) y *Financial and Colonial Government Trust* (1868).

Esta última es la más importante de todas ellas, con una cartera de valores que ascendía al millón de libras, y compuesta por diecisiete emisiones de deuda pública de diferentes gobiernos. Cada participación se vendía a 85 libras y aseguraba una rentabilidad anual aproximada del siete por ciento (Casado y Martínez, 1992).

Asimismo, destaca Robert Fleming, hombre de negocios escocés, considerado el gran impulsor de este tipo de entidades. *Scottish-American Investment Trust*[167] fue el primero de sus proyectos que vio la luz en 1873. Además, fue impulsor de otras cincuenta sociedades de inversión hasta las vísperas de la Segunda Guerra Mundial, con un capital acumulado de 115 millones de libras esterlinas (Carnero, 2003).

De todas formas, esta tipología de instituciones ya existe en Holanda desde el siglo XVIII. Entre ellas, destaca *Eendragt Maakt Magt*, un *trust* fundado en 1774 por el comerciante Abraham van Ketwich, que facilita a los pequeños inversores una oportunidad de diversificación, al invertir en Austria, Dinamarca, Alemania, España, Suecia, Rusia y varias plantaciones coloniales de América Central y del Sur (Rouwenhorst, 2004).

La relación directa del modelo británico de IIC encabezado por *Financial and Colonial Government Trust* con los mercados de valores en Estados Unidos ayudó a financiar su desarrollo económico. Esta realidad, sumada al papel que jugaron otras IIC posteriormente, supuso la divulgación en Estados Unidos de un nuevo concepto inversor (ICI, 2013).

A partir de entonces comenzaron a proliferar en Estados Unidos unas instituciones muy similares, como por ejemplo, la *New York Stock Trust* (1889), *Boston Personal Property Trust* (1893) o la *Railway and Light Securities Company* (1904), entre otras[168]. Aunque algunas sufrieron dificultades en la Primera Guerra Mundial, la mayoría adquirieron una amplia difusión al amparo de la euforia bursátil e inmobiliaria, y desarrollaron un papel muy activo en los mercados financieros hasta 1929. Sin embargo, la crisis bursátil de Nueva York en 1929 fue muy negativa y desanimó los intentos por fomentar su desarrollo en otros países (Fundación Inverco, 2007).

Las nefastas consecuencias de la crisis de los años treinta para el sistema financiero internacional, y sobre todo para los ahorradores, llevó a adoptar en numerosos países, entre otras medidas, una regulación específica con el objeto de preservar los intereses de los inversores. Entre ellas, destacan la *Prevention of Fraud Act* (1939) y la *Companies Act* (1947) en Gran Bretaña, así como la *Security Act* (1933), la *Security Exchange Act* (1934), la *Investment Company Act* (1940) y la *Revenue Act* (1942) en Estados Unidos. Estas actuaciones, unidas a la fuerte expansión económica de la posguerra, facilitaron la recuperación de la confianza de los inversores y su relanzamiento, al tiempo que contribuyeron a su difusión en otros países. Así, en Francia, resurgen las sociedades de inversión a partir de 1945. En Alemania aparecieron los primeros fondos de inversión en 1950, *Fondra* y *Fondak*, tras eliminar los obstáculos fiscales. En Bélgica, la primera entidad de inversión colectiva apareció en 1946 bajo la denominación de *Belgische Maatschappij voor Beleggingsbehher*, que gestionaba tres fondos de inversión. En Japón, la promulgación en 1951 de la *Securities Investment Trust Act* dio origen a la formación de numerosas entidades de este tipo. En la recién creada Comunidad Económica Europea aparece en 1959 *Eurunion*, el primer fondo de inversión domiciliado en Luxemburgo. Sin embargo, Italia es una excepción a esta tendencia, ya que no dispuso hasta 1969 de ninguna legislación que favoreciera la implantación de esta modalidad de inversión institucional, si bien contaba con una entidad de inversión colectiva desde 1952, *Invest*, aunque su importancia era reducida. Con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial, la evolución de las IIC fue vigorosa en

[167] Esta sociedad valoró muy positivamente el potencial económico que tenía Estados Unidos realizando inversiones en bonos de su sistema ferroviario (ICI, 2013).
[168] El primer fondo de inversión de tipo abierto (*open-end fund*) se creó en marzo de 1924 en Boston (ICI, 2013).

paralelo a los mercados de valores, pero tras el auge en los años cincuenta y sesenta, se produjo un estancamiento al impactar la crisis del petróleo de los años 1973 y 1978 de manera muy negativa en la economía mundial y los mercados financieros. Una vez superado este *impasse*, se produjo su eclosión a partir de los años ochenta (Fundación Inverco, 2007).

En España, su origen se sitúa en 1952 con la promulgación de la Ley de 15 de julio de 1952, sobre el régimen jurídico y fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria (García Díaz, 1970; Prats, 1971, Fernández-Rañada, 1984; Roda, 1991; Mascareño y López, 1996; López y Alonso, 1999; y Ferruz, Sarto y Vicente, 2002). Sin embargo, otros autores como por ejemplo, García Ruiz (1999), consideran que las primeras iniciativas de inversión colectiva son anteriores. Así, destaca la creación de la compañía *Crédito General Español* en 1892 y la sociedad comanditaria *Ahorro y Fortuna* en 1912, siendo el objetivo principal de la Ley de 1952 la eliminación de sus barreras fiscales.

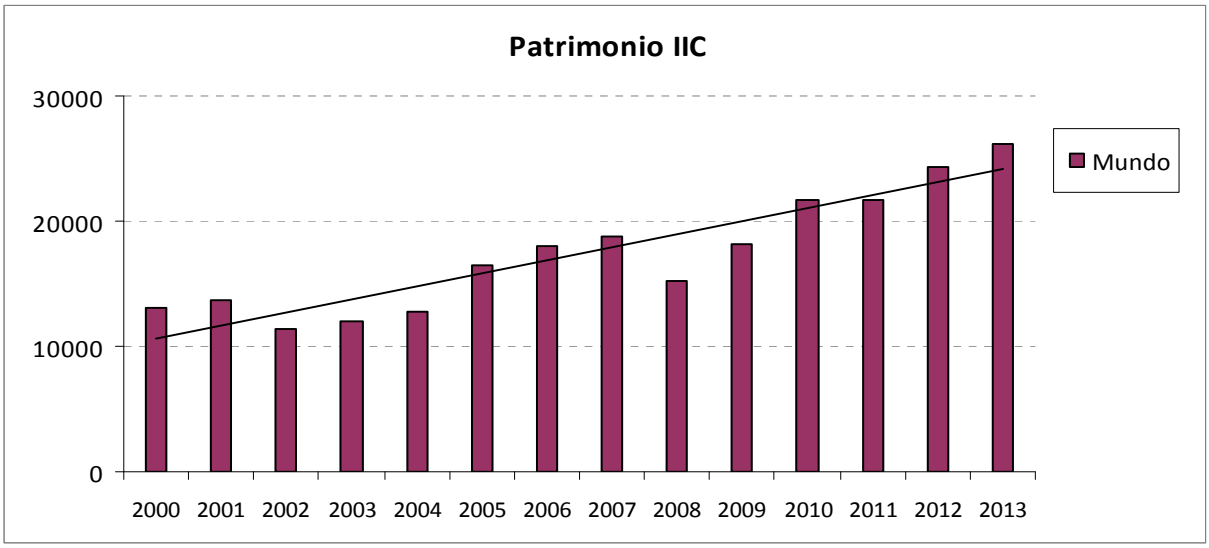
Soldevilla (1999) indica que la aparición de los fondos de inversión en España no ha procedido de la actividad del mercado financiero como en Reino Unido y Estados Unidos, sino que se ha vinculado a su tratamiento fiscal y su regulación legal ha precedido a la práctica financiera. La concesión de beneficios fiscales para los fondos de inversión ha provocado que los primeros fondos fueran creados únicamente para aprovecharse de las ventajas fiscales que tenían frente a otras inversiones.

De este modo, la etapa fundacional de las IIC en España (1952/1964) no se basa en la proliferación cuantitativa sino en la introducción del germen en el ordenamiento jurídico español de su desarrollo mediante la definición de sus rasgos distintivos. El Real Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio, impulsó su nacimiento, surgiendo en los primeros fondos de inversión en 1966. Entre 1964 y 1975 se produce una etapa de consolidación en las IIC con incrementos anuales superiores a dos dígitos. Este crecimiento se estanca entre 1975-1983 debido a la crisis del petróleo, la reducida apertura exterior de la economía española y la transición política vivida en España, que originó un desplome de las Bolsas españolas, lo que sumado a los efectos negativos de la reforma fiscal de 1978, resultó muy perjudicial. La etapa 1984/1999 supone una gran expansión de las IIC en la que destacan la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio 1991 que clarificó el régimen de neutralidad fiscal de las IIC y desplazó la tributación a sus socios y partícipes, y la Ley 18/1991, de 6 de junio, del IRPF que estableció un tratamiento fiscal muy favorable de las plusvalías. Adicionalmente, las entidades de crédito iniciaron la comercialización activa de IIC canalizando una parte significativa hacia ellas de los recursos de sus clientes. De tal modo, parte del ahorro en depósitos bancarios se desplazó a estas fórmulas más sofisticadas de inversión, como ya había ocurrido en otros países, consolidándose la hegemonía de los fondos frente a las sociedades de inversión en España (Fundación Inverco, 2007).

2.2) Evolución

La dinámica de crecimiento de la Industria desde sus orígenes se traduce en una cifra de negocio realmente destacable a cierre del 2000, pues el patrimonio en IIC de tipo abierto[169] estimado superaba los trece billones de euros. Desde entonces esta dinámica se mantiene hasta duplicar su volumen de activos a cierre de 2013. El gráfico nº 16 muestra su evolución:

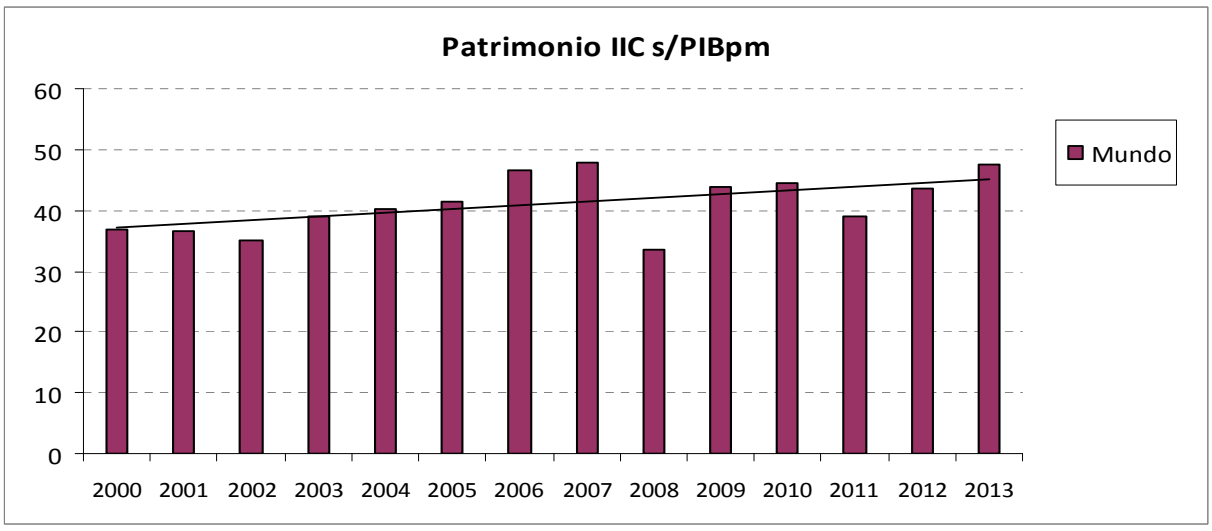
Gráfico nº 16



Patrimonio en IIC de tipo abierto en billones de millones de euros corrientes. Fuente: IIFA, EFAMA, asociaciones nacionales y elaboración propia (08.01.2015).

Por tanto, su peso relativo sobre el PIBpm mundial crece de manera significativa (+10,6 puntos porcentuales) entre 2000/2013, según indica el gráfico nº 17:

Gráfico nº 17



Patrimonio en IIC de tipo abierto sobre PIBpm (%). Fuente: Banco Mundial, IIFA, EFAMA, asociaciones nacionales y elaboración propia (08.01.2015).

[169] Hace referencia a los fondos y sociedades de inversión de tipo abierto que invierten en valores negociables y del mercado monetario. También se incluyen fondos cotizados (*ETF*) y fondos de fondos. A lo largo de la presente Tesis nos referiremos así, salvo que se indique lo contrario.

Este crecimiento de la Industria se focaliza tanto en las IIC de tipo abierto tanto de corto[170] como de largo plazo[171], aunque éstas últimas mantienen un mayor dinamismo en términos relativos, pues su presencia aumenta (+7 puntos porcentuales) entre 2000/2013. El cuadro nº 56 muestra su evolución:

Cuadro nº 56

Patrimonio IIC tipo abierto	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
Corto plazo	20	26	28	23	20	19	18	20	29	22	17	17	15	13	-7
Largo plazo	80	74	72	77	80	81	82	80	71	78	83	83	85	87	+7
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Datos en porcentaje (%). Fuente: IIFA, EFAMA, asociaciones nacionales y elaboración propia (08.01.2015).

Del mismo modo, Plantier (2014) contrasta que el volumen de activos en IIC de tipo abierto de largo plazo[172] *per cápita* tiende a aumentar a medida que el PIBpm *per cápita* crece.

Ahora bien, analizando la dinámica de crecimiento de la Industria se observan diferencias evidentes entre los distintos países del Mundo. La creciente globalización financiera, la presencia cada vez mayor de grupos financieros multinacionales, el buen comportamiento de los mercados bursátiles y de renta fija en los años noventa, el mayor grado de desarrollo de los mercados y sistemas financieros, el envejecimiento demográfico de los países de rentas medias y altas, la cada vez mayor búsqueda de instrumentos financieros seguros, líquidos y rentables a largo plazo, entre otros factores, incentivan el crecimiento de la industria de IIC. De tal modo, los inversores reflejan su confianza la oferta financiera puesta a su disposición así como también en la integridad, liquidez y eficiencia de los mercados financieros (Deepthi, Klapper, Sulla y Vittas, 2003).

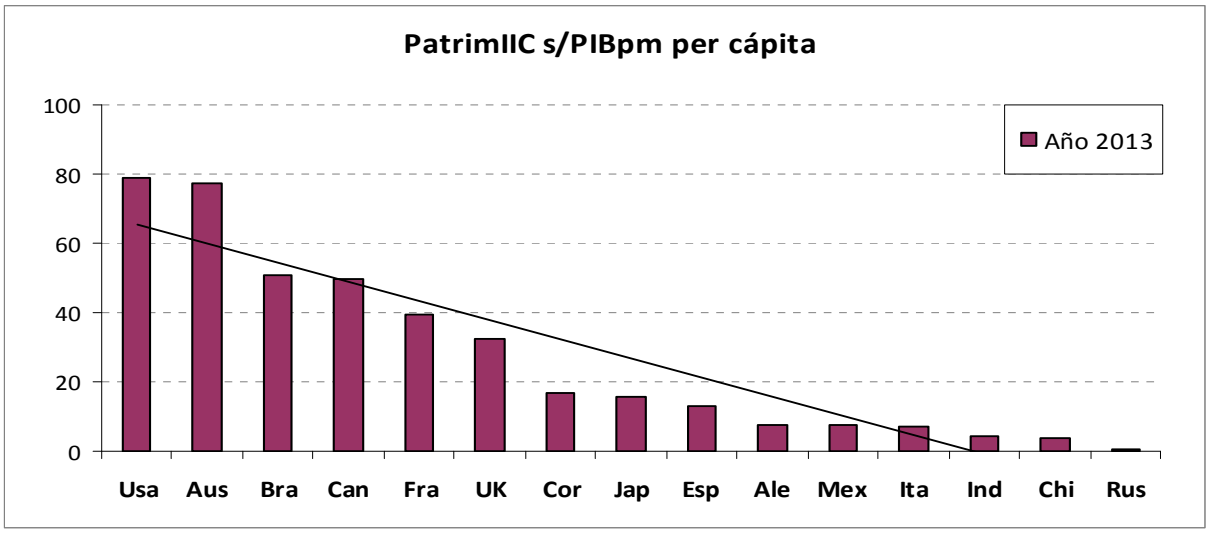
Así, el desarrollo potencial de la Industria será superior en los países que su número de habitantes sea elevado, mejor sea su educación, mayor sea su nivel económico, mayor estabilidad exista en su sistema legislativo, mayor garantista sea su sistema judicial, más favorable sea su normativa financiero-fiscal (ej. deducciones fiscales, incentivos fiscales, reducciones de los tipos impositivos, evitar la imposición indirecta en las transacciones financieras,...), mayor apoyo gubernamental se conceda en la constitución de nuevas IIC, menos fuertes sean sus barreras de entrada y mejor sea su receptividad con inversores no residentes, entre otras (Khorana, Servaes y Tufano, 2004).

Es lógico, por tanto, que el mayor desarrollo de la industria de IIC se produzca en las economías que mejor cumplan con este tipo de parámetros.

De tal modo, el gráfico nº 18 detalla el peso relativo de las IIC de tipo abierto con relación al PIBpm en las quince mayores economías del Mundo:

[170] IIC que invierten exclusivamente en activos del mercado monetario (IIC monetarias).
[171] Quedan excluidas las IIC de corto plazo.
[172] Plantier (2014) excluye de su análisis las IIC monetarias, al ser empleadas por los inversores institucionales como una herramienta muy útil en la gestión de la liquidez a corto plazo, los fondos de fondos, al suponer una doble contabilización, y en última instancia, los fondos cotizados, aún cuando los inversores minoristas tengan un enfoque de largo plazo.

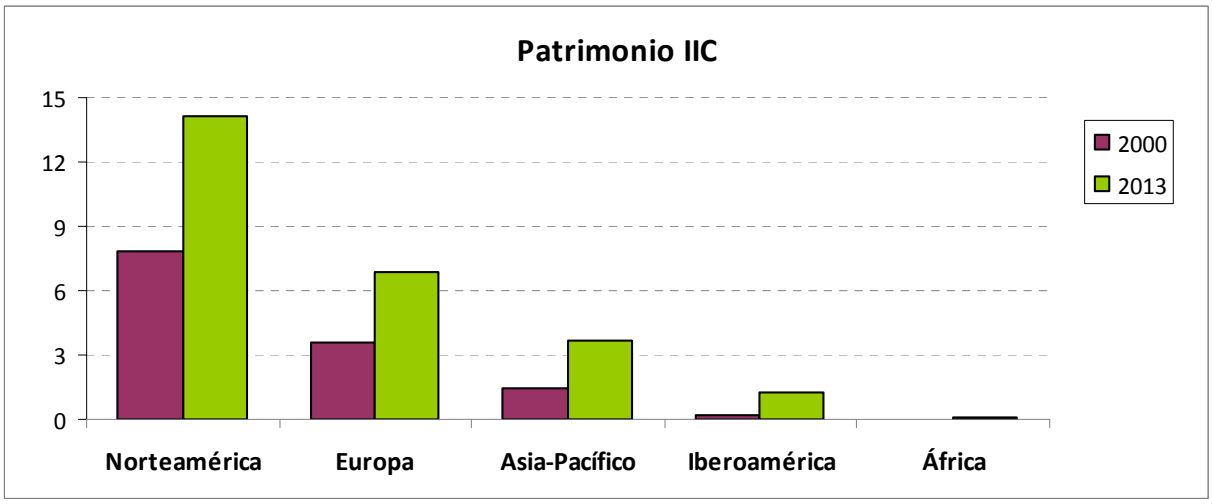
Gráfico nº 18



Patrimonio en IIC de tipo abierto domiciliadas per cápita sobre PIBpm per cápita de cada país (%): Estados Unidos (Usa), Australia (Aus), Francia (Fra), Brasil (Bra), Canadá (Can), Reino Unido (UK), Alemania (Ale), República de Corea (Cor), Japón (Jap), España (Esp), Italia (Ita), México (Mex), India (Ind), China (Chi) y Rusia (Rus). Fuente: Fuente: Banco Mundial, IIFA, EFAMA y elaboración propia (25.01.15).

No obstante, las IIC de tipo abierto crecen en todas las áreas geográficas del Mundo en el periodo 2000/2013: Norteamérica (+6,32 billones de euros), Europa (+3,31 billones de euros), Asia-Pacífico (+2,20 billones de euros), Iberoamérica (+1,08 billones de euros) y África (+0,11 billones de euros). El gráfico nº 19 muestra su evolución:

Gráfico nº 19



Patrimonio en IIC de tipo abierto domiciliado por áreas geográficas en billones de euros corrientes. Fuente: IIFA, EFAMA, asociaciones nacionales y elaboración propia (08.01.2015).

Ahora bien, no todas las áreas geográficas del Mundo crecen entre 2000/2013 a un ritmo similar. En efecto, Asia-Pacífico (+2,8 puntos porcentuales) e Iberoamérica (+3,4 puntos) aumentan su peso relativo en detrimento de Norteamérica (-5,7 puntos) y Europa (-0,9 puntos). Aún así, a cierre de 2013 el 54,3% de las IIC de tipo abierto se concentra en Norteamérica. Esta evolución se muestra en el cuadro nº 57:

Cuadro nº 57

Patrimonio IIC tipo abierto	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
Norteamérica	60,0	61,3	57,1	53,4	51,3	51,6	50,4	51,0	52,6	50,8	50,4	52,2	52,3	54,3	-5,7
Europa	27,2	26,4	29,3	31,6	32,9	31,6	33,1	32,6	29,8	29,0	27,7	26,0	25,9	26,3	-0,9
Asia-Pacífico	11,3	10,6	11,9	12,8	13,3	13,5	12,9	12,1	13,3	14,8	15,8	15,3	15,6	14,1	+2,8
Iberoamérica	1,5	1,6	1,5	2,0	2,2	2,8	3,2	3,9	3,9	5,0	5,6	5,9	5,7	4,9	+3,4
África	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	+0,4
Mundo	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

Patrimonio estimado en IIC de tipo abierto domiciliadas por áreas geográficas (%). Fuente: IIF, EFAMA, asociaciones nacionales y elaboración propia (08.01.2015).

No obstante, Norteamérica y Europa acaparan conjuntamente alrededor de cuatro quintas partes del volumen de activos en IIC de tipo abierto a cierre de 2013, siendo Estados Unidos el país del Mundo con mayor protagonismo, según muestra el cuadro nº 58:

Cuadro nº 58

Patrimonio IIC tipo abierto	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
EEUU (1)	7526	8063	6253	6117	6245	8026	8589	9071	7631	8729	10283	10602	11874	13262	+76
EEUU s/ Mundo (2)	57,6	59,0	54,7	51,0	48,7	48,9	47,8	48,2	50,2	48,1	47,5	48,8	48,8	50,8	-6,8

(1) Patrimonio en IIC de tipo abierto en miles de millones de euros corrientes. (2) Patrimonio en IIC de tipo abierto sobre patrimonio mundial en IIC de tipo abierto (%). Fuente: ICI, IIFA, EFAMA, asociaciones nacionales y elaboración propia (08.01.2015).

En efecto, Estados Unidos viene siendo históricamente el verdadero dinamizador de la industria de IIC en su conjunto, desempeñando un papel fundamental en el diseño y lanzamiento de nuevos productos. En consecuencia, su cuota de mercado mundial es aún mayor entre las distintas IIC innovadoras comercializadas en el mercado como son por ej., *hedge funds*[173] o fondos cotizados (*ETF*)[174], según muestra el cuadro nº 59:

[173] El origen de los *hedge funds* se sitúa en Estados Unidos en el año 1949 cuando Alfred Winslow Jones, Doctor en Sociología, estableció el primer fondo a partir de fondos ajenos por valor de sesenta mil y cuarenta mil dólares de su bolsillo. Empezó combinando dos técnicas inversoras que, por separado, pueden considerarse arriesgadas pero que combinadas, según defendía Jones, permitirían reducir el riesgo de la cartera y maximizar su rentabilidad. Por un lado, ventas al descubierto (pedir prestado un título, venderlo y recomprarlo más tarde, a un precio que se anticipa menor, para devolverlo a su propietario al vencer el préstamo) y, por otro, apalancamiento (emplear fondos prestados en las inversiones). Jones argumentaba que al invertir en valores se incurría básicamente en dos tipos de riesgo: el riesgo de la selección particular de valores (riesgo específico) y el riesgo de una caída general del mercado (riesgo de mercado). Su objetivo era el de separar ambos tipos de riesgo, reducir el riesgo de mercado mediante ventas al descubierto y recurrir al apalancamiento para amplificar los retornos de su selección particular de activos. En la práctica, compraba títulos que consideraba infravalorados (posición larga) y vendía al descubierto valores que consideraba sobrevalorados (también denominadas posiciones cortas), de modo que el fondo se consideraba cubierto (*hedged*): en caso de subir el mercado, sus posiciones largas subirían y se incurrirían en pérdidas en las ventas al descubierto; si el mercado bajaba, sus ventas al descubierto compensarían el menor valor de las posiciones largas (Noguer, 2008). Así, el término *hedge funds* surge por primera vez en un artículo de Carol J. Loomis publicado en la revista *Fortune* en 1966 cuando indica que Jones gestionaba un *hedge fund* en el sentido real del término, pues el riesgo global del fondo era reducido mediante la cobertura parcial del riesgo sistemático (riesgo *beta* del mercado). aunque posteriormente va perdiendo su significado original para convertirse en un sinónimo de inversión alternativa (López de Prado y Rodrigo, 2004). Sin embargo, no fue hasta mediados de los ochenta cuando resurge de nuevo el interés de los inversores por los *hedge funds*: la recuperación económica, el aumento de la inversión y la proliferación de productos derivados influyen de manera positiva en su desarrollo (Brun, 2006).

[174] *ETF* (e*xchange traded funds*) o fondos cotizados son aquellos cuyas participaciones están admitidas a negociación en las bolsas de valores que tienen como objetivo reproducir un índice bursátil o de renta fija representativo de uno o varios mercados, o de valores negociados en ellos. El origen de los *ETF* se remonta a

Cuadro nº 59

Patrimonio IIC EEUU s/Mundo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
ETF & FETF (1)	89,8	83,9	75,0	73,6	76,6	75,8	74,0	72,4	72,9	71,1	73,3	71,6	71,1	72,4	-17,4
HF & FHF (2)	87,8	84,3	82,0	75,5	71,0	68,7	65,0	66,1	67,0	67,0	67,1	68,0	69,0	73,1	-14,7

(1) Patrimonio en *ETF* y *funds of EFT* sobre patrimonio mundial en *ETF y funds of ETF* (%). (2) Patrimonio en *hedge funds* y *funds of hedge funds* sobre patrimonio mundial en *hedge funds* y *funds of hedge funds* (%). Fuente: IIFA, EFAMA, asociaciones nacionales y elaboración propia (08.01.2015).

Por tanto, Estados Unidos, se sitúa en la vanguardia del conjunto de la industria de IIC con cuotas de mercado en *ETF* y *hedge funds* a nivel mundial muy elevadas a cierre de 2013, 72,4% y 73,1% respectivamente. A continuación, el cuadro nº 60 muestra la evolución patrimonial del conjunto de las IIC domiciliadas[175] en Estados Unidos, *REIT*[176] incluidos:

Cuadro nº 60

Patrimonio IIC Estados Unidos	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
Open-end funds	7396	7897	6090	5899	5932	7513	7910	8217	6899	7714	8854	8986	9886	10889	+47
Funds of funds	60	72	66	98	146	259	357	437	350	474	687	806	973	1156	+1827
ETF & FETF	70	94	97	120	167	254	322	416	381	541	742	810	1015	1217	+1639
IIC tipo abierto (1)	**7526**	**8063**	**6253**	**6117**	**6245**	**8026**	**8589**	**9071**	**7631**	**8729**	**10283**	**10602**	**11874**	**13262**	**+76**
Closed-end funds	152	160	152	171	185	233	226	214	132	155	178	188	200	202	+33
UIT	79	55	34	29	27	35	38	36	21	26	38	46	55	63	-20
HF & FHF	323	455	555	712	967	1227	1316	1506	1061	984	1130	1178	1203	1395	+332
REIT	148	175	155	179	226	280	333	214	138	189	291	348	457	486	+228
Resto IIC (2)	**701**	**846**	**896**	**1090**	**1405**	**1775**	**1913**	**1970**	**1352**	**1355**	**1637**	**1760**	**1914**	**2147**	**+206**
Total IIC (3)	**8227**	**8909**	**7149**	**7207**	**7650**	**9801**	**10502**	**11041**	**8983**	**10084**	**11920**	**12363**	**13788**	**15409**	**+87**

(1) Patrimonio en *open-end mutual funds, funds of funds, exchange-traded funds* (*ETF) y funds of ETF* (*FETF*). (2) Patrimonio en *closed-end fuds*, *unit investment trusts (UIT), hedge funds* (*HF*), y *funds of hedge funds* (*FHF*) y *real estate investment trusts* (*REIT*). (3) Patrimonio en IIC de tipo abierto (1) y Resto IIC (2). Datos en miles de millones de euros corrientes. Fuente: ICI, EFAMA, www.statista.com, www.reit.com y elaboración propia (08.01.2015).

---

finales de la década de los ochenta en Estados Unidos. Por aquel entonces la *American Stock Exchange* y la Bolsa de Filadelfia comenzaban a hacer sus pinitos con el desarrollo y la negociación de un producto financiero sobre la cesta del índice *S&P 500*, las llamadas *IPS* (*Index Participation Shares*). Ante la expectación originada, la Chicago Board of Trade interpone un pleito, obteniendo un fallo a su favor que supuso la paralización de las ventas de las *IPs*. Mientras tanto en Canadá surgen las *TIPS* (*Toronto Index Participation Shares*), valores que replicaban al índice de la Bolsa de Toronto. Animados por la popularidad que alcanzaron, la *American Stock Exchange* decidió volver a desarrollar su propio producto cotizado lanzando en 1993 el primer *ETF*, tal y como se conocen hoy en día, sobre el *S&P 500*. Llamado popularmente *Spider*, por el juego fonético que propiciaba su acrónimo *SPDR* (*Standard&Poor´s Depositary Receipts*), llegó a colocarse en el ranking de los valores más negociados del Mundo, en donde todavía hoy permanece. A partir de entonces los *ETF* empezaron a desarrollarse en Estados Unidos de forma casi exponencial, sucediéndose el lanzamiento de nuevos fondos basados en una variada gama de índices (Self Bank, 2014).

[175] Hace referencia a las IIC domiciliadas (*registered investment companies*: *open-end mutual funds*, *closed-end funds*, *exchange-traded funds* y *unit investment trusts*). También se incluyen *funds of funds*, *hedge funds*, *funds of hedge funds* y *real estate investment trusts*.

[176] Como hemos comentado anteriormente en la Tesis, son esencialmente vehículos de inversión inmobiliaria, creados en los años sesenta en Estados Unidos, basados en la figura del fideicomiso que cotizan en la bolsa de valores con la particularidad de que no pagan impuestos sino que reparten sus beneficios con lo que trasladan la imposición a cada partícipe. Dado que en Estados Unidos el mercado de capitales es muy sofisticado han surgido durante los últimos años diversos formatos de vehículos que invierten en *REIT* conformando carteras a medida para ciertos inversores (*real estate mutual funds*, *real estate unit investment trust* y *exchange traded funds*). Por lo tanto, los *REIT* han logrado capitalizar buena parte del ahorro doméstico, canalizándolo al sector inmobiliario y de la construcción, convirtiéndose así en la figura dominante en Estados Unidos.

En este sentido, tal y como apuntaban Otten y Schweitzer (1998), Estados Unidos no sólo superaba a Europa en el volumen de activos bajo gestión sino también en el tamaño medio de sus IIC domiciliadas, según se detalla en el cuadro nº 61:

Cuadro nº 61

Tamaño medio IIC domiciliadas	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
Estados Unidos (1)	891	935	725	716	729	928	946	968	793	926	1084	1077	1189	1287	+396
Europa (2)	139	130	112	123	137	164	176	171	121	148	165	156	178	193	+39

(1) IIC de tipo abierto y (2) UCITS en millones de euros corrientes. Variación 2000/2013: Variación del tamaño medio entre 2000 y 2013 en porcentaje (%). Fuente: ICI, EFAMA y elaboración propia (08.01.2015).

Ahora bien, el conjunto de la industria de IIC domiciliadas en Estados Unidos presenta un ritmo de crecimiento en el volumen de activos inferior a Europa[177] (+87% y +115%, respectivamente) durante el periodo 2000/2013, según muestra el cuadro nº 62. Por tanto, Europa está recuperando su distancia con respecto a Estados Unidos, entre otras razones, gracias al dinamismo de su marca UCITS a nivel mundial.

Cuadro nº 62

Patrimonio total IIC	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
Estados Unidos(1)	8227	8909	7149	7207	7650	9801	10502	11041	8983	10084	11920	12363	13788	15409	+87
Europa (2)	4560	4617	4295	4835	5373	6615	7621	7999	6174	7130	8179	7961	8958	9788	+115

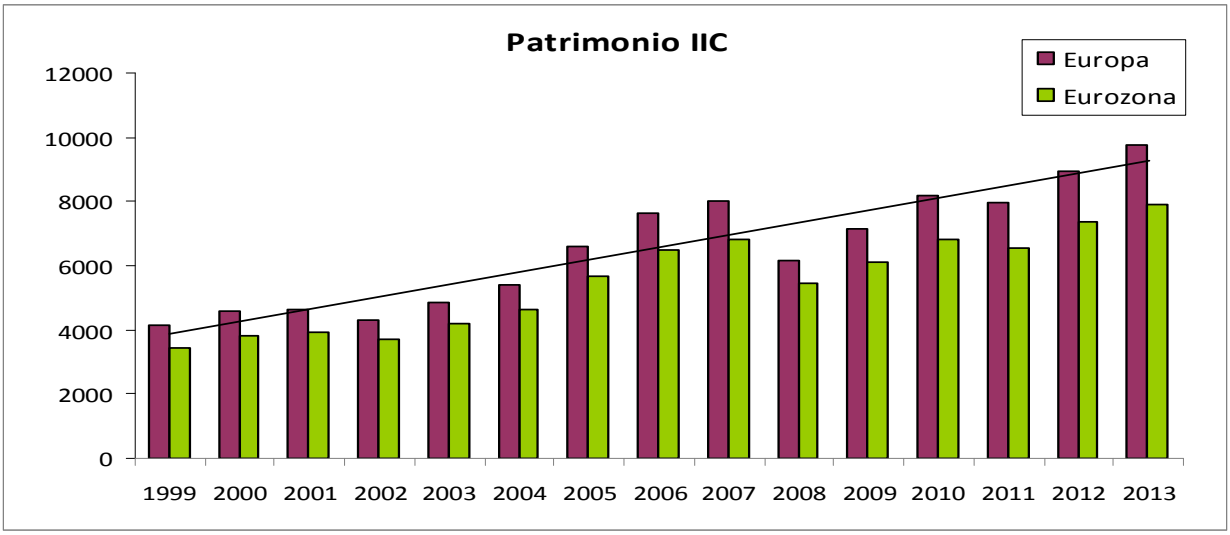
(1) Incluye el conjunto de IIC domiciliadas [*open-end mutual funds, funds of funds, exchange-traded funds* (*ETF*), *funds of ETF, closed-end fuds*, *unit investment trusts (UIT), hedge funds* (*HF*), *funds of hedge funds* (FHF) y *real estate investment trusts* (*REIT*)]. (2) Incluye *UCIT* y *Non-UCIT*. Datos en miles de millones de euros corrientes. Fuente: ICI, EFAMA, www.statista.com, www.reit.com y elaboración propia (08.01.2015).

[177] Incluye UCITS y Non-UCITS.

2.2.1) Europa

El patrimonio de la industria de IIC domiciliadas en Europa[178] muestra una tendencia creciente. El gráfico nº 20 distingue tres etapas en su evolución:

Gráfico nº 20



Cuadro nº 63

Patrimonio IIC	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media 1999/2013
Eurozona s/Europa	81,6	82,4	83,6	85,8	85,5	84,8	83,7	83,3	83,3	86,1	84,1	81,2	80,6	80,0	78,9	83,0

Patrimonio en IIC Armonizadas (UCITS) y No Armonizadas (Non-UCITS) domiciliadas en miles de millones de euros corrientes. Eurozona s/Europa: Patrimonio en IIC de la Eurozona sobre patrimonio IIC de Europa (%). Fuente: EFAMA (30.09.14).

- **Eurozona:** Incluye Alemania, Austria, Bélgica, España, Eslovaquia, Eslovenia, Francia, Finlandia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta y Portugal. No incluye Chipre, Croacia y Estonia.
- **Europa[179]:** Incluye Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, España, Eslovaquia, Eslovenia, Francia, Finlandia, Grecia, Holanda, Hungría, Irlanda, Italia, Liechtenstein,, Luxemburgo, Malta, Noruega, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía, Suecia, Suiza y Turquía. No incluye Chipre, Croacia y Estonia.

1º Etapa 2000/2002

Esta primera etapa supone un retroceso evidente para la Industria en Europa. Así, su patrimonio UCITS y Non-UCITS se minora en 265 mil millones de euros corrientes (-5,8%).

En el periodo 1996/2000 el activo protagonista fue la renta variable favorecida por un contexto de políticas económicas expansionistas con tipos de interés bajos y estables. Así,

[178] En términos relativos, el patrimonio de las IIC domiciliadas en la Eurozona tienen un peso medio elevado (83%) en la Industria en Europa entre 1999/2013. A partir del año 2008 su presencia se minora 7,2 puntos porcentuales entre 2008/2013 por su mayor crecimiento en otros países europeos como Reino Unido, Suiza, Noruega, Suecia o Dinamarca. Sin embargo, en términos absolutos, su tendencia patrimonial es creciente, muy similar a la de Europa, y por tanto, se diferencian las mismas tres etapas que para Europa en su conjunto, según detalla el cuadro nº 63.

[179] A lo largo de la presente Tesis nos referiremos así, salvo que se indique lo contrario.

buena parte del ahorro acumulado en los años previos fue destinado, ante la falta de activos que aportasen una atractiva rentabilidad, a la renta variable, de forma directa o a través de IIC.

De tal forma, el periodo 1996/2000 disfrutó de ganancias generalizadas en los mercados bursátiles. Especialmente significativo fue el sector ligado a la tecnología, medios y telecomunicaciones (TMT), que tuvo una extraordinaria evolución fruto de la gran cantidad de programas existentes dirigidos a la renovación tecnológica, de la explosión del teléfono móvil, del fenómeno de internet, y de otros subsectores de la revolución digital, lo que hizo que las empresas del sector acudiesen a buscar financiación para la expansión de sus proyectos acudiendo a los mercados bursátiles.

Esta euforia tecnológica propicia en Europa el lanzamiento de nuevos fondos de inversión tecnológicos y la creación de nuevos segmentos del mercado bursátil. Destacan el AIM (*Alternative Investment Market*) inglés (en junio de 1995), el *Nouveau Marché* francés (en febrero de 1996), el *Neuer Market* alemán (en marzo de 1997), el *Nuovo Mercato* italiano (en junio de 1997) y el *Ibex Nuevo Mercado* español (en abril de 2000). La vida de estos mercados es en muchos casos efímera, pues entre 2003/2007 desaparecen casi todos: *Neuer Market* (2003), *Nouveau Marché* (2005), *Nuovo Mercato* (2005) e *Ibex Nuevo Mercado* (2007). Tan sólo el mercado británico AIM ha tenido un éxito perdurable con el lanzamiento bursátil de más de tres mil sociedades.

Una de las razones de la desaparición de muchos de estos mercados es que la euforia tecnológica finalizó en marzo del año 2000. Nasdaq, índice de referencia mundial en valores tecnológicos, alcanza el 10 de marzo de 2000 su máximo histórico, 5.048,62 puntos, revalorizándose un 500% entre 1996/2000. La drástica revisión a la baja de las extraordinarias perspectivas de beneficios, en algunos casos irreales, descontadas en el año 2000 por los inversores sobre este tipo de compañías propicia una oleada de inseguridad que supone una fuerte tendencia bajista en los dos años siguientes.

Por tanto, la desaceleración económica en Europa y Estados Unidos, la evidente sobrevaloración de los activos de renta variable, la creciente desconfianza en la gestión empresarial (por ej., el caso Enron) y los atentados del 11 de septiembre de 2001 causan el desplome de los principales mercados bursátiles (Fundación Inverco, 2010).

En este sentido, el comportamiento negativo de los mercados financieros perjudica directamente el rendimiento de la Industria, aunque su retroceso patrimonial se mitiga parcialmente por las suscripciones netas de los inversores.

2ª Etapa 2003/2007

Este periodo supone un crecimiento destacado. El patrimonio UCITS y Non-UCITS de la Industria en Europa aumenta en 3,71 billones de euros corrientes (+86%).

Este segundo periodo supone una evolución espectacular motivada básicamente por la recuperación económica europea, que se traslada a los mercados bursátiles. El entorno de tipos de interés reducidos establecidos por el BCE, que menguan la rentabilidad de los depósitos bancarios y benefician las valoraciones de empresas, favorece el crecimiento de la renta variable y, en consecuencia, de los fondos de inversión.

Mientras hasta finales del año 2002 existía una elevada desconfianza de los ahorradores en los fondos de inversión asociada al pinchazo de la burbuja tecnológica y a los escándalos contables ocurridos en Estados Unidos y en Europa, a partir del año 2003 se aprecia una fuerte expansión de la Industria en el marco internacional caracterizado por un descenso notable de la aversión al riesgo y unos tipos de interés históricamente reducidos, que propiciaron la búsqueda de nuevas inversiones alternativas con mayores rentabilidades, y entre ellas, la inversión colectiva (Cambón y Martínez, 2010).

El final de esta etapa se solapa con una incipiente crisis financiera subprime, al quebrar en junio de 2007 distintos *hedge funds* pertenecientes a una conocida gestora de fondos americana, *Bearn Stearn*, preludio del colapso del sector de la banca de inversión en 2008 y de la subsiguiente crisis financiera global, que contagian a la economía real (Fundación Inverco, 2010).

A pesar de ello, esta segunda etapa supone una fase expansiva, traducida en una mejoría significativa en la rentabilidad y el volumen de suscripciones netas.

3ª Etapa 2008/2013

El tercer periodo comienza en plena crisis financiera *subprime*, agudizada en septiembre de 2008 con la quiebra de *Lehman Brothers Holdings Inc* en Estados Unidos.

El aspecto de mayor relevancia de la crisis financiera *subprime* es la distorsión de la liquidez de los mercados financieros internacionales desde el verano de 2007. La inestabilidad excepcional de las cotizaciones en la práctica totalidad de los activos financieros con niveles de volatilidad inéditos, sumada a la caída de su valor en los mercados, especialmente bursátiles, retrae a los inversores que intensifican sus reembolsos especialmente en 2008 (Fundación Inverco, 2010).

De tal modo, 2008 es un año muy difícil para la Industria en Europa porque soporta minusvalías elevadas y reembolsos netos cuantiosos, entre otras razones, por la falta de confianza en los mercados financieros. Desde entonces, recupera sus posiciones hasta alcanzar 9,78 billones de euros[180] en 2013 superando ampliamente (+22%) su patrimonio en 2007 por la recuperación parcial de los mercados financieros y el aumento de las suscripciones netas de los inversores.

Un acontecimiento sorprendente en la crisis financiera *subprime* ha sido las pérdidas registradas por algunos de los fondos monetarios, a pesar de que sus principales características radican en carteras constituidas por activos de reducido riesgo de crédito y mercado, lo que les confieren un estatus similar a la liquidez.

En la segunda mitad del año 2008 se evidencia un peor comportamiento de los fondos monetarios con activos menos líquidos. Estas minusvalías se traducían en el aumento de las solicitudes de reembolso por los inversores, lo que intensificaba la crisis financiera y, con ello, la crisis económica, constatándose el carácter sistémico a nivel mundial de los fondos monetarios. La presión vendedora para atender los reembolsos y la actitud prudente de los gestores, que incrementaban los porcentajes de liquidez para atender potenciales salidas

[180] Incluye IIC Armonizadas (UCITS) y No Armonizadas (Non-UCITS) domiciliadas.

futuras en un mercado con reducida liquidez, reforzaba las presiones en los precios de los activos, lo que suponía caídas en sus valores liquidativos, y con ello, la entrada en un círculo vicioso (Fundación Inverco, 2010).

Los fondos de inversión que sufrían en mayor medida eran los monetarios alemanes y los dinámicos franceses al estar más enfocados en la búsqueda de rentabilidad mientras que los fondos monetarios domiciliados italianos y españoles, y los denominados fondos regulares franceses[181] se comportaban muy bien siendo sus pérdidas apenas excepciones.

Este efecto ha sido mayor en los fondos monetarios dinámicos que, sin pertenecer a la clasificación estricta de monetarios, eran incluidos en algunas clasificaciones dentro de esta categoría, causando una cierta confusión entre los inversores (Villanueva, 2009).

Ahora bien, la definición de fondo monetario difiere según se limite su exposición a las tipologías de riesgo de crédito, liquidez, tipo de cambio y/o tipo de interés (Villanueva, 2009).

Así, el BCE a través de su Reglamento 2423/2001, de 22 de noviembre de 2001, define los fondos monetarios como IIC cuyas participaciones son sustitutos próximos de los depósitos en cuanto a su liquidez, lo que significa la posibilidad, en circunstancias normales de los mercados, de recomprar, amortizar o transferir participaciones a requerimiento del tenedor, de tal modo que su liquidez sea comparable a los depósitos. En este sentido, invierten más del ochenta y cinco por ciento de su cartera de inversión en instrumentos del mercado monetario, en otros instrumentos de renta fija transferibles con vencimiento residual de hasta un año, en depósitos bancarios y/o en otros instrumentos que persigan un rendimiento cercano al de los instrumentos del mercado monetario.

La IMMFA, *Institutional Money Market Funds Association*, indica en su Código de buenas prácticas en febrero de 2003 que los fondos monetarios de alta calidad son los que están autorizados bajo la directiva de UCITS o una regulación equivalente donde las UCITS no están reconocidas, los que su *rating*[182] sea AAA en *S&P*, Aaa/MR1 en *Moody´s* o AAA/V1+ en *Fitch*, los que el vencimiento medio ponderado de su cartera no sea superior a sesenta días, los que valoren sus activos con una base amortizada, los que informen a las agencias de *rating* de manera regular y precisa, los que compren y mantengan activos de riesgo apropiado y los que el administrador seleccionado para cada fondo tenga experiencia en la administración de fondos monetarios con un *rating* de triple A.

[181] Esta tipología persigue el matenimiento de un mayor nivel de liquidez y seguridad.

[182] El r*atin*g de un fondo de inversión es una calificación emitida por agencias especializadas que juzgan los factores cualitativos y cuantitativos que condicionan sus resultados de largo plazo, por lo que no analizan exclusivamente la información pasada y presente, sino también las expectativas futuras para extraer una imagen objetiva de la viabilidad de la gestión del fondo de inversión. Las agencias de *rating* son las encargadas de procesar y analizar la información correspondiente del fondo de inversión, de forma confidencial, con el fin de emitir una calificación lo más objetiva e independiente posible. Por tanto, las agencias de *rating* se definen en teoría como empresas independientes que elaboran un análisis de la consistencia de los resultados de los fondos de inversión a través del tiempo. A pesar de que el *rating* supone una calificación del riesgo que asumen los inversores, la realidad demuestra que los emisores son verdaderos interesados en la publicación de sus calificaciones, principalmente por dos razones: el hecho de estar presente dentro de los grupos de empresas calificadas por las grandes agencias se considera una muestra de su peso y prestigio en la comunidad financiera, con lo que la calificación de un fondo de inversión elimina incertidumbres a los partícipes, y simplifica en gran medida el trabajo de análisis y cuantificación del riesgo, lo que incentiva la inversión en el segmento de riesgo que corresponda. De este modo, son los propios fondos de inversión los que solicitan su calificación, momento a partir del cual comienza el proceso de calificación (Universidad Politécnica de Valencia, 2013).

EFAMA define los fondos del mercado monetario en junio de 2008, como los que cumplen con dos características: que la duración de su cartera pueda tener un vencimiento medio máximo de sesenta días o, análogamente, una duración modificada media ponderada máxima de un año, y los que sus posibilidades de inversión se centran desde instrumentos del mercado monetario, con una calificación crediticia superior al grado de inversión de *S&P*, hasta instrumentos de deuda transferibles.

Lipper, compañía del grupo británico *Reuters*, líder mundial en el suministro de información de fondos de inversión, define en 2008 los fondos monetarios como los que invierten estratégicamente en valores del mercado monetario o instrumentos de dinero con una vida residual menor de doce meses, y se clasifican en función de su exposición al riesgo de divisa, y los fondos monetarios dinámicos como los activamente gestionados que invierten una proporción de sus activos en el mercado monetario o en instrumentos de dinero usando derivados de crédito u otros instrumentos similares con el objeto de incrementar su rentabilidad.

Morningstar, otro difusor de información de gran relevancia a nivel mundial, establece diversas categorías de fondos de inversión en función de la política inversora y define los fondos monetarios en noviembre de 2010 como aquellos que asumen un menor riesgo y cuentan con una elevada liquidez al invertir en valores del mercado monetario y en instrumentos de deuda cuya vida residual máxima no supera los doces meses, y se clasifican en función de su exposición al riesgo de divisa. A su vez, la firma distingue dentro de esta categoría los fondos monetarios dinámicos, que añaden valor a los monetarios tradicionales al asumir un mayor riesgo de crédito y de tipos de interés e invertir en algunos instrumentos no totalmente líquidos como por ej., permutas de activos. La vida residual de los instrumentos en los que invierten estos fondos tiene un promedio medio superior a los noventa días.

La definición de fondo monetario tampoco está homogeneizada entre las principales economías de la Eurozona, según indica Villanueva (2009).

Así, en Alemania, los fondos con vocación monetaria surgen en 1994 y su regulador, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin), los define como aquellos que invierten al menos el 85% de su patrimonio en depósitos bancarios, instrumentos del mercado monetario cuyo vencimiento remanente sea inferior a 397 días y/o participaciones en otros fondos monetarios, siempre que el inversor pueda exigir la venta de sus participaciones. Por tanto, su definición se basa en los activos en los que puede invertir y en su vencimiento remanente, pero no restringe el vencimiento de la cartera. Esta definición se asemeja a la del BCE en su Reglamento 2423/2001, de 22 de noviembre de 2001.

En Francia se definen las IIC monetarias en la Instrucción nº 2005-02 de la *Autorité des Marches Financiers* (AMF), del 25 de enero de 2005, como las IIC cuya estrategia de inversión hace referencia a los indicadores del mercado monetario de la Eurozona (IIC monetarias euro), de un país no miembro de la Eurozona o al indicador compuesto por diferentes indicadores monetarios (IIC monetarias con vocación internacional) y cuyo riesgo de tipo de interés tiene una horquilla de sensibilidad entre 0 y 0,5 (valor que sube o baja en torno al 0,5% en función de una subida o bajada del 1% en los tipos de interés), sin exposición al riesgo de tipo de cambio y a la inversión en acciones pero con la posibilidad de invertir en obligaciones convertibles, y se acepta la utilización del término *monetario* para los productos más arriesgados como son los fondos monetarios dinámicos. A su vez, la agencia francesa de medición de rentabilidad de fondos de inversión europeos, *EuroPerformance*,

define las siguientes tres categorías de IIC monetarias basadas en su objetivo de gestión: IIC de tesorería regular (cuyo objetivo es replicar el *Eonia*), IIC internacional e IIC dinámica (cuyo objetivo es obtener una rentabilidad superior al resto de IIC de tesorería, aún asumiendo una mayor volatilidad).

En Italia, la *Assogestioni*, A*ssociazione del Risparmio Gestito,* denomina en 2003 a los fondos con vocación monetaria como fondos de liquidez y se definen como aquellos que cumplen las siguientes características: que el *rating* de sus activos no sea inferior a A2 (*Moody´s*), A (*S&P*) o *rating* equivalente asignado por una agencia independiente, prohibiéndose la inversión en activos sin *rating*, que la duración de su cartera no sea superior a seis meses y que no se permita la cobertura del riesgo de tipo de cambio. A su vez, distingue varios tipos de fondos monetarios en función de la divisa de los activos de la cartera. Por tanto, su definición se centra, principalmente, en la duración de la cartera y en los activos en los que puede invertir, restringiéndose en función de la calidad crediticia.

Y en España, los tradicionales fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), los primeros con una vocación claramente defensiva, dejan de existir legalmente con la aprobación del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, configurado como reglamento de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Hasta la publicación de la Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, sobre los requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Europea, no existían fondos de inversión relacionados con el mercado monetario. En este periodo los antiguos FIAMM estuvieron incluidos en la cartera de fondos de renta fija a corto plazo, pudiendo cambiar su política de inversión para adaptarse a su nueva categoría.

La Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, denomina fondo monetario a aquel cuya política de inversión o vocación sea monetaria, cuya duración media de la cartera no sea superior a un año y cuyos activos cumplan las siguientes condiciones: que no superen los dieciocho meses hasta su vencimiento, salvo si son de cupón variable referenciados a índices monetarios y con revisión al menos anual; que como límite máximo el 40% de sus activos tenga un plazo remanente de amortización superior a un año; y que no se incluyan activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no fuera de renta fija y que estén denominados en moneda euro, con un máximo del 5% en moneda no euro.

La Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV, sobre las categorías de las IIC en función de su vocación inversora, proporciona al inversor una información clara y concisa sobre las políticas de inversión de las IIC, fondos monetarios incluidos, y expone sus nuevas categorías legales, reduciendo su número.

Esta circular limita la denominación de monetarias a las IIC que cumplan las siguientes características: que la exposición a renta variable, riesgo divisa y deuda subordinada sea nula, que acepten suscripciones y reembolsos diariamente, que la calificación crediticia a corto plazo de los activos de sus carteras no sea inferior a A2 por *S&P* o equivalente, que la duración media de sus carteras no sea superior a seis meses, que el 90% de sus activos tenga como mínimo un vencimiento remanente inferior a dos años, y que el 10% restante en ningún caso tenga un vencimiento remanente superior a cinco años.

Así, mientras la Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, se centra en limitar la exposición al riesgo de liquidez y al riesgo de tipo de cambio, la Circular 1/2009, de 4 de

febrero, de la CNMV, introduce como novedad la limitación en la exposición al riesgo de crédito, la completa eliminación de la exposición al riesgo de cambio, así como una mayor restricción de la duración media de la cartera, aún permitiendo invertir en activos con un mayor vencimiento residual.

No obstante, los fondos monetarios en España deben cumplir con las disposiciones comunes impuestas a las IIC de carácter financiero por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

En consecuencia, los fondos monetarios actúan eficazmente como activos refugio y salen reforzados ante nuevas situaciones de estrés, ya que estas características garantizan una disminución adicional del riesgo y proporcionan un renovado atractivo para los inversores que están resentidos por la evolución pasada de los fondos comercializados como monetarios.

Los fondos monetarios dinámicos nacen con el objetivo de batir la rentabilidad de los antiguos FIAMM. Sin embargo, no pertenecen a la categoría de vocación monetaria, aunque su gestión es muy conservadora y el riesgo que asumen es sólo ligeramente superior. Por tanto, hasta la entrada en vigor de la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV se incluyen en la categoría de fondos globales y, a partir de entonces, en fondos de retorno absoluto, categoría en la que su objetivo de gestión no garantizado es conseguir una rentabilidad-riesgo periódica.

Ahora bien, el CESR, *Committee of European Securities Regulators*, publica en mayo de 2010 una serie de claves para obtener una definición común de los fondos monetarios europeos con el objetivo de mejorar la protección del inversor, asentando los criterios que debe aplicar cualquier fondo que desee ser un producto monetario. Así, establece dos categorías: fondos monetarios de corto plazo, que operan con un vencimiento medio muy corto siendo su vida muy limitada, y fondos monetarios, que operan con vencimientos más largos siendo su vida media superior.

En efecto, los fondos monetarios a corto plazo tienen como principal objeto garantizar el capital invertido y obtener una rentabilidad de acuerdo a los tipos del mercado monetario. Invierten en instrumentos del mercado monetario líquidos y de alta calidad crediticia (su calificación debe estar siempre entre las dos más elevadas disponibles en cada momento), en depósitos de entidades de crédito y en otras IIC que cumplan con esta definición de fondo monetario a corto plazo. No pueden invertir en activos de renta variable ni en materias primas, incluso vía derivados. En cambio, lo pueden hacer en divisas, siempre que su exposición esté cubierta mediante derivados. Sólo pueden utilizar derivados acordes a esta estrategia de inversión. Sus activos tienen una vida residual máxima de 397 días, su cartera un vencimiento medio ponderado no superior a 60 días y una vida media ponderada por activo no superior a 120 días. Asimismo, deben proporcionar el valor de cada participación diariamente así como su precio de suscripción y reembolso.

Y los fondos monetarios invierten en activos cuyo *rating* mínimo sea grado de inversión. Las inversiones en emisiones de deuda soberana se entienden como instrumentos del mercado monetario emitidos por una autoridad central, regional o local, el banco central de un Estado miembro, el Banco Central europeo o el Banco Europeo de Inversiones. Las inversiones en valores a tipo variable siempre deben estar referenciadas a un tipo o índice del mercado monetario. Sus activos tienen una vida residual máxima de dos años, siempre que el tiempo restante hasta su próxima revisión del tipo de interés no sea superior a 397 días. Su cartera

tiene un vencimiento medio ponderado no superior a 6 meses y una vida media ponderada por activo no superior a 12 meses. La inversión en otras IIC se limita a aquellas que cumplan con las definiciones de fondo monetario de corto plazo y fondo monetario.

Por tanto, las diferencias en la composición de las carteras de los fondos monetarios de las principales economías de la Eurozona eran evidentes. El impacto de la crisis financiera *subprime* era mayor en aquellos de mayor riesgo y menor liquidez. Así, las pérdidas que contabilizaban eran fruto de las estrategias de sus gestores en los años precedentes que incorporaban títulos de renta fija de inferior calidad crediticia y menor liquidez con el fin de mejorar su rentabilidad. Aún así, la crisis de liquidez no ha impedido a los fondos monetarios europeos mantener su liquidez, dado que solamente una decena de ellos suspendieron sus reembolsos[183]. En este sentido, esta tipología han demostrado una elevada capacidad de resistencia en un entorno especialmente hostil (Fundación Inverco, 2010).

En Europa, la industria de IIC domiciliadas distribuye su patrimonio entre IIC armonizadas (UCITS) y no armonizadas (Non-UCITS), según indica el cuadro nº 64:

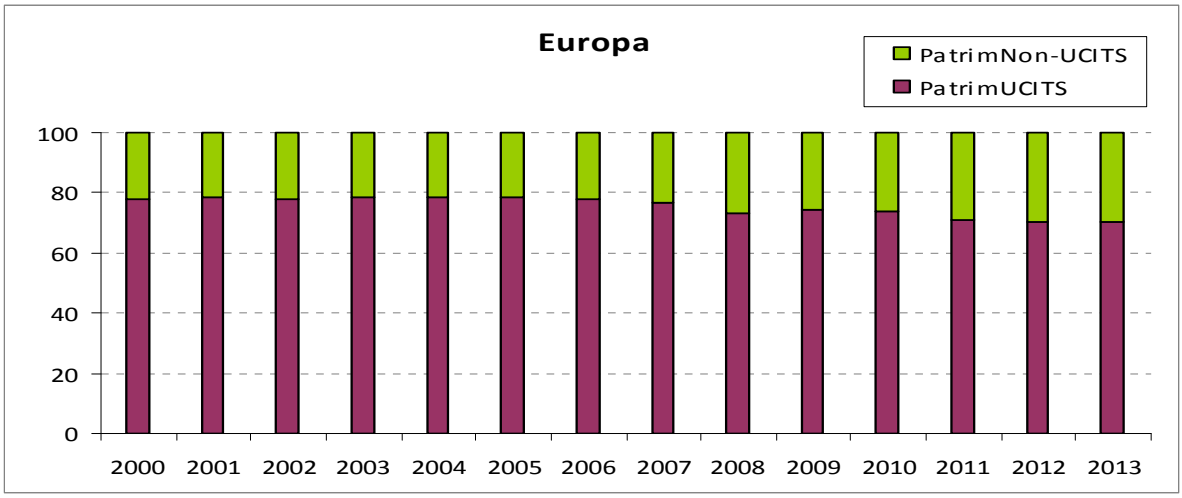
Cuadro nº 64

Patrimonio IIC Europa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TCrec 2000/2013
UCITS	3549	3617	3344	3785	4212	5191	5956	6160	4536	5306	6008	5639	6302	6865	+93
Non-UCITS	1011	1000	951	1050	1161	1424	1665	1847	1635	1847	2134	2322	2656	2922	+189
Total	4560	4617	4295	4835	5373	6615	7621	8007	6171	7154	8142	7961	8958	9788	+115

Patrimonio en IIC domiciliadas en miles de millones de euros corrientes. Tasa de crecimiento del año 2013 con respecto al 2000 (TCrec 2000/2013) (%). Fuente: EFAMA (30.09.14).

Las IIC Armonizadas (UCITS) suponen un modelo de gran éxito con un crecimiento espectacular desde su creación en 1985[184] hasta alcanzar en el año 2013 la cifra de 6,86 billones de euros (70,6% de patrimonio conjunto de UCITS y Non-UCITS), según muestra el gráfico nº 21:

Gráfico nº 21



Patrimonio en UCITS (PatrimUCITS) y Non-UCITS (PatrimNon-UCITS) (%). Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.2014).

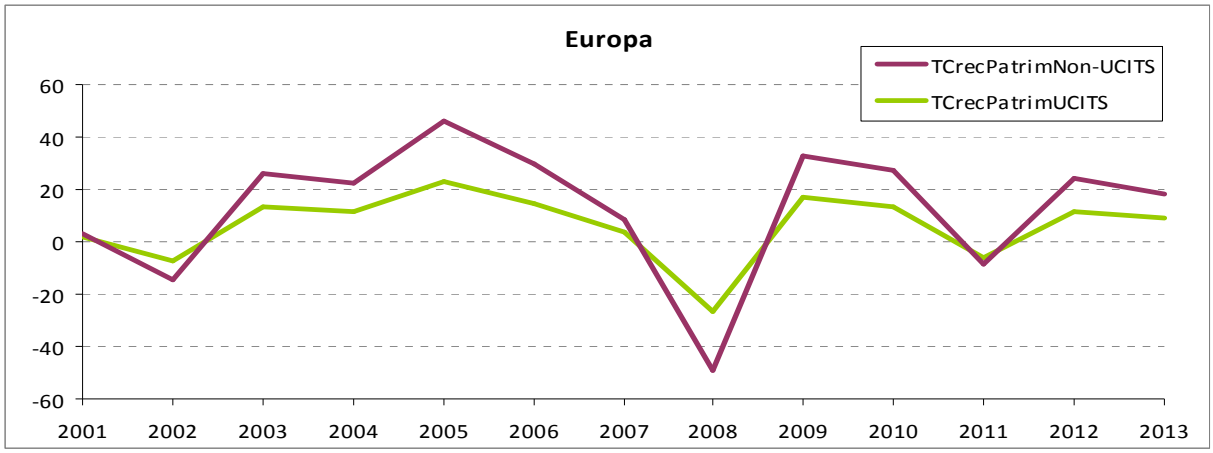
[183] Este pocentaje no alcanzaba el 1% del conjunto de fondos monetarios en Europa, que ascendían a 1808 en 2008, 1723 en 2009 y 1589 en 2010.

[184] La Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, coordina las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM).

La percepción global actual sobre las IIC armonizadas (UCITS) es muy positiva por estar bien reguladas, contar con procedimientos sólidos en la gestión del riesgo, y enfatizar la protección del inversor. La marca UCITS está reconocida fuera de la Unión Europea y su comercialización se acepta con normalidad en otras áreas geográficas del Mundo como, por ejemplo, Asia, Oriente Medio o América Latina. De tal modo, la regulación común UCITS facilita la consecución de los resultados de la Industria europea (PWC, 2014).

No obstante, existen asimismo IIC no armonizadas (Non-UCITS) que aglutinan IIC inmobiliarias, IIC especiales[185] e IIC de inversión libre[186] entre otras, y logran entre 2000/2013 un crecimiento patrimonial medio superior a las UCITS), según el gráfico nº 22:

Gráfico nº 22



Tasa de crecimiento patrimonial UCITS y Non- UCITS anual (TCrecPatrim) (%). Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.14).

El mercado europeo, por tanto, se divide en un mercado *nacional* (*domestic market*), compuesto por IIC domiciliadas y comercializadas en un único país europeo, y un mercado *transfronterizo*[187] (*cross-border market*) integrado por IIC registradas en al menos un país distinto al país europeo de su domiciliación para su comercialización. Este último alcanza el 40% del mercado europeo. El cuadro nº 65 muestra su evolución[188]:

Cuadro nº 65

Patrimonio Europa	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2001 vs 2013
Domestic funds	73	72	73	71	68	66	65	64	64	62	61	60	60	-13
Round-trip funds	13	13	13	13	14	14	13	13	13	13	14	12	12	-1
True cross-border funds	14	15	14	16	18	20	22	23	23	25	25	28	28	+14

Datos en porcentaje (%). Variación 2000 vs 2013: Variación en puntos porcentuales entre 2000/2013.
Fuente: EFAMA (08.01.15).

[185] Están destinadas principalmente a los inversores institucionales.

[186] El modelo UCITS es aplicable a las IIC de inversión libre (*hedge funds*) de una manera similar mediante la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de Junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos.

[187] El mercado *transfronterizo* europeo distingue fondos de ida y vuelta (*round trip funds*), domiciliados en un país distinto al país europeo de comercialización por los promotores de éste último, y fondos transfronterizos verdaderos (*true cross-border funds*), registrados para su comercialización en al menos tres países, europeos o extranjeros, incluido el país europeo de domiciliación.

[188] El intenso dinamismo y la verdadera importancia del mercado *transfronterizo* europeo se refleja en que representa el 76% (+249 mil millones de euros) de las suscripciones netas UCITS de largo plazo en Luxemburgo e Irlanda a cierre de 2013 (EFAMA, 2014).

En la evolución patrimonial de la industria de IIC domiciliadas en Europa, el principal condicionante son las suscripciones netas de los inversores y, en menor medida, la revalorización de los mercados financieros, según indica el cuadro nº 66:

Cuadro nº 66

UCITS & Non-UCITS Europa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total 2000/2013
Suscripciones netas	-	+424	+271	+304	+283	+505	+522	+228	-356	+185	+326	+5	+307	+410	+3414
Revalorización mercado	-	-367	-593	+236	+255	+737	+484	+158	-1480	+798	+662	-186	+690	+420	+1814
Patrimonio total	4560	4617	4295	4835	5373	6615	7621	8007	6171	7154	8142	7961	8958	9788	+5228

Suscripciones netas UCITS y Non-UCITS. Revalorización de mercados financieros en UCITS y Non-UCITS. Total 2000/2013: Sumatorio de variaciones anuales 2000/2013. Datos en miles de millones de euros corrientes. Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.14).

Así, las suscripciones netas de los inversores (+3,4 billones de euros) suponen el 65% del crecimiento patrimonial de la Industria (+5,2 billones) entre 2000/2013, correspondiendo el 35% restante a la revalorización de sus activos en los mercados financieros (+1,8 billones de euros). Por tanto, las suscripciones netas UCITS (+2,08 billones de euros) suponen el 60,9% de las realizadas en UCITS y Non-UCITS en Europa, según detalla el cuadro nº 67:

Cuadro nº 67

Suscripciones netas UCITS Europa															
Política Inversora	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total 2000/2013
Monetaria y renta fija	-38	+191	+133	+140	+75	+125	+53	-16	-114	+27	-57	-88	+108	-15	+524
Mixta	+66	-7	-10	+11	+19	+60	+102	+70	-47	+36	+55	+16	+16	+114	+501
Renta variable	+318	+76	+43	+73	+81	+125	+129	-49	-164	+67	+49	-70	-16	+99	+761
Otra (1)	+38	+27	+25	+11	+29	+77	+63	+47	-31	-17	+18	-17	-7	+30	+293
Total	+384	+287	+191	+237	+204	+387	+346	+50	-356	+113	+65	-158	+102	+228	+2080

Total 2000/2013: Sumatorio de variaciones anuales entre 2000 y 2013. (1) Incluye fondos de fondos. Datos en miles de millones de euros corrientes. Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.14).

En la política inversora UCITS en Europa ganan peso en términos relativos los activos monetarios y de renta fija (+6 puntos porcentuales) frente a la renta variable (-8 puntos porcentuales) entre 2000/2013, según muestra el cuadro nº 68:

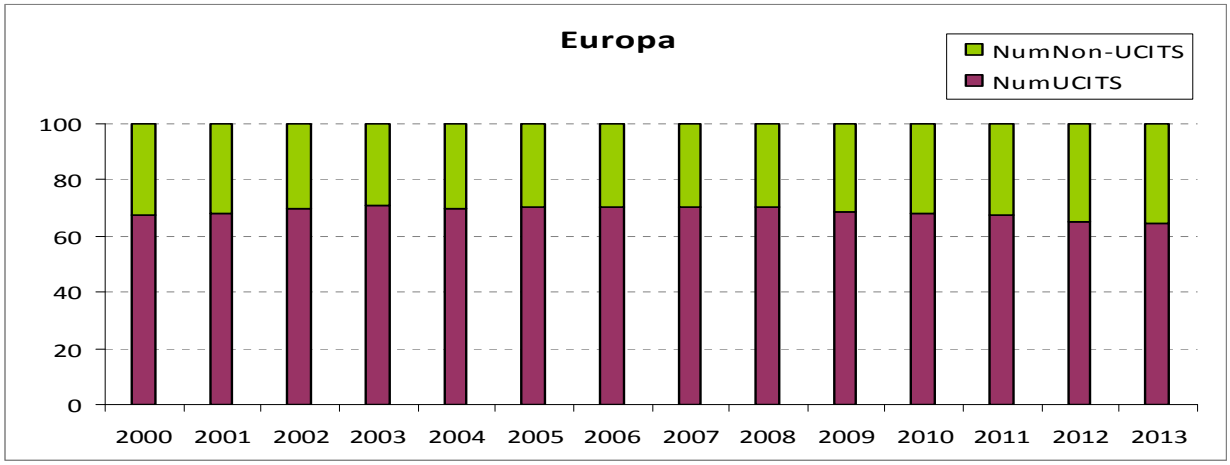
Cuadro nº 68

Política Inversora Patrimonio Europa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media 2000/2013
UCITS															
Monetaria y renta fija	35	42	51	49	48	43	39	39	49	44	43	46	45	41	44
Mixta	17	15	14	14	14	13	15	16	16	16	15	16	16	16	15
Renta Variable	45	39	31	34	35	38	41	40	29	34	36	33	33	37	36
Otra (1)	3	3	4	4	4	5	5	6	6	6	6	6	6	6	5
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Non-UCITS															
Inmobiliaria	10	11	13	14	14	14	13	12	14	13	11	11	10	9	12
Especial	63	64	65	64	64	62	57	56	58	59	61	62	63	66	62
Otra	27	25	21	22	22	25	30	31	28	28	27	27	28	15	26
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Distribución del patrimonio UCITS y Non-UCITS sobre patrimonio total UCITS y Non-UCITS en función de su política inversora. Media 2000/2013: Media anualizada 2000/2013. (1) Incluye fondos de fondos. Datos en porcentaje (%). Irlanda excluida. Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.2014).

El número de las IIC domiciliadas en Europa[189] presenta un crecimiento muy importante (+47%) entre 2000/2013, aunque lógicamente a un ritmo inferior que su patrimonio bajo gestión (+115%), y se distribuye entre UCITS (+40%) y Non-UCITS (+61%). Así, el dinamismo de Non-UCITS es superior a UCITS, aunque éstos últimos representan tres cuartas partes del conjunto de UCITS y Non-UCITS, según muestra el gráfico nº 23:

Gráfico nº 23



Número UCITS (NumUCITS) y Non-UCITS (NumNon-UCITS). Datos en porcentaje (%). Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.14).

Cuadro nº 69

Número Europa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TCrec 2000/2013
UCITS	25450	27908	29971	30682	30765	31679	33820	36348	37214	35599	36162	36106	35335	35618	+40
Non-UCITS	12157	12984	13100	12722	13180	13431	14082	15146	15820	16398	17030	17585	19112	19524	+61
Total	37607	40892	43071	43404	43945	45110	47902	51494	53034	51997	53192	53691	54447	55142	+47

Datos en unidades. Tasa de crecimiento del número de fondos de inversión domiciliados del año 2013 con respecto al 2000 (TCrec 2000/2013) (%). Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.14).

Ahora bien, el número UCITS aumenta entre 2000/2008 en mayor medida que los Non-UCITS (46,2% vs 30,1% respectivamente). En cambio, entre 2008/2013 cambia esta tendencia creciente con un descenso (-4,2%) porque las SGIIC decidieron racionalizar, en algunos casos, su gama de fondos en el mercado, según el cuadro nº 69.

La entrada en vigor de la Directiva 2009/65/CE permite la fusión de fondos y la creación de estructuras de tipo *principal-subordinada* transfronterizas (*master-feeder*) en el marco regulatorio UCITS (PWC, 2014). De esta manera, el tamaño medio por UCITS aumenta de 122 millones de euros en 2008 a 193 millones en 2013, según detalla el cuadro nº 70:

Cuadro nº 70

Tamaño medio UCITS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
Europa	139	130	112	123	137	164	176	171	121	148	165	156	178	193	+39

Tamaño medio de las IIC Armonizadas (UCITS) en millones de euros corrientes. Variación 2000/2013: Variación del tamaño medio entre 2000/2013 (%). Fuente: EFAMA y elaboración propia (08.01.2015).

[189] El número de las IIC domiciliadas en la Eurozona suponen de media el 87,5% de las IIC domiciliadas en Europa durante el periodo 2000/2013. Fuente: EFAMA y elaboración propia (08.01.2015).

La marca UCITS fomenta la globalización de la industria de IIC europea de una manera evidente dado que el mercado UCITS se distribuye entre un número de países cada vez mayor. En este sentido, se han incorporado en el periodo 2009/2013 veinte nuevos países[190], con lo que su cifra alcanza ochenta y seis países en el año 2013 (PWC, 2014).

Asimismo, los fondos transfronterizos verdaderos ("*true*" *cross-border funds*) crecen el 203% (+ 6.609 unidades), y su peso relativo en fondos UCITS y Non-UCITS aumenta (+9,9 puntos porcentuales) entre 2001/2013, según indica el cuadro nº 71:

Cuadro nº 71

Europa	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2001/2013
True cross-border Número (1)	3260	3750	4529	4875	5170	5907	6525	7366	7441	7907	8511	9436	9869	+6609
True cross-border s/ UCITS &Non-UCITS (2)	8,0	8,7	10,4	11,1	11,5	12,3	12,7	13,9	14,3	14,9	15,9	17,3	17,9	+9,9

(1) Número de fondos transfronterizos verdaderos (*true cross-border funds*) y (2) número de fondos transfronterizos verdaderos (*true cross-border funds*) sobre número total de UCITS y Non-UCITS (%). Variación 2001 vs 2013: Variación entre 2001 y 2013 del número de *true cross-border funds* en unidades, y del número de *true cross-border funds* sobre número total de UCITS y Non-UCITS en puntos porcentuales. Fuente: EFAMA y elaboración propia (10.01.2014)

No obstante, Europa sigue siendo en 2013 el mercado UCITS más importante (88%) con 67.592 registros sobre un número de 76.500 a nivel mundial, diez veces por encima de la segunda área geográfica en importancia, Asia-Pacífico. Sin embargo, la presencia de los registros UCITS en Norteamérica es meramente residual con 41 registros, de los cuales 5 corresponden a Estados Unidos (PWC, 2014).

El número de IIC de renta variable muestra una tendencia descendente (-7 puntos porcentuales) en el conjunto de UCITS entre 2000/2013 con independencia del ciclo económico, aunque su liderazgo sigue siendo evidente, según muestra el cuadro nº 72:

Cuadro nº 72

Número Europa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
UCITS															
Monetario y renta fija	30	28	26	26	27	27	26	25	24	24	24	24	25	26	-4
Mixtos	22	22	22	22	21	20	20	21	22	23	24	25	26	26	+4
Renta Variable	45	45	44	43	42	43	43	42	42	41	40	39	38	38	-7
Otros (1)	3	5	9	9	9	9	10	12	12	12	12	12	11	10	+7
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-
Non-UCITS															
Inmobiliarios	3	3	3	3	3	4	5	5	5	6	6	6	7	7	+4
Especiales	55	54	53	54	54	53	50	50	50	50	51	51	52	53	-2
Otros	42	43	44	43	43	43	45	45	45	44	42	42	41	40	-2
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

Distribución del número de UCITS y Non-UCITS sobre número total de UCITS y Non-UCITS en función de su política inversora. (1) Otros: Incluye fondos de fondos. Variación 2000 vs 2013: Variación de la cuota de mercado entre 2000 y 2013. Datos en porcentaje (%). Irlanda excluida. Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.2014).

[190] Barbados, Bermudas, Botsuana, Islas Vírgenes Británicas, Brunei, Islas Caiman, Croacia, Islas Feroe, Groenlandia, Kuwait, Antillas Holandesas, Nigeria, Omán, Qatar, Rumania, San Marino, Arabia Saudí, Suazilandia, Ucrania y Zimbabue.

La marca UCITS domina la inversión colectiva en el mundo en los últimos años por dos razones principales: mayor eficiencia fiscal y flexibilidad en inversiones. En primer lugar, mientras los fondos de inversión estadounidenses (*U.S. mutual funds*) tienen la obligación de distribuir durante todos los años las ganancias de capital obtenidas (*realized capital gains*) entre sus inversores[191], las IIC Armonizadas (UCITS) no están obligadas a su distribución[192] con lo que éstas se retienen aumentando el valor de la participación. Y en segundo, en Estados Unidos la capacidad competitiva de los *mutual funds* con respecto a los *hedge funds* es inferior por su regulación estricta en ventas a corto, apalancamiento, etc. En cambio, los *NewUCITS* o *Alternative UCITS*[193] cuentan con mayor capacidad para realizar inversiones complejas, más allá de las tradicionales en bonos y acciones, y siempre sujetas al marco regulatorio UCITS (Pozen, 2011).

De tal modo, las sociedads gestoras estadounidenses decidieron establecer filiales en Europa, principalmente en Luxemburgo e Irlanda, con la finalidad de comercializar sus propias UCITS[194] (EFAMA Fact Book, 2012).

En definitiva, el modelo de estructura UCITS aumentará su presencia en el Mundo, principalmente América del Sur, Asia, África y Oriente Medio, en los próximos años, estrechando sus relaciones mediante la aplicación recíproca del marco regulatorio AIFMD[195]. De esta manera, los *fondos alternativos* de fuera de la Unión Europea pueden distribuirse en Europa. Para tal fin, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ha firmado en el año 2013 setenta *Memorandos de Entendimiento AIFMD*, que pretenden expandir en mayor medida la presencia a nivel mundial de la Industria europea (PWC, 2014).

Una vez expuestos los principales aspectos de la industria de las IIC en Europa en su conjunto, nos centramos en el análisis de las IIC nacionales comercializadas a clientes residentes en la Eurozona.

Según muestra el gráfico nº 24, el peso relativo de las IIC nacionales comercializadas a clientes residentes sobre el PIBpm de la Eurozona presenta una tendencia creciente en el periodo 1999/2013:

[191] Son los denominados fondos de inversión de reparto en los que el inversor tributa (*tax bill*), a pesar de que siga manteniendo todas sus participaciones.

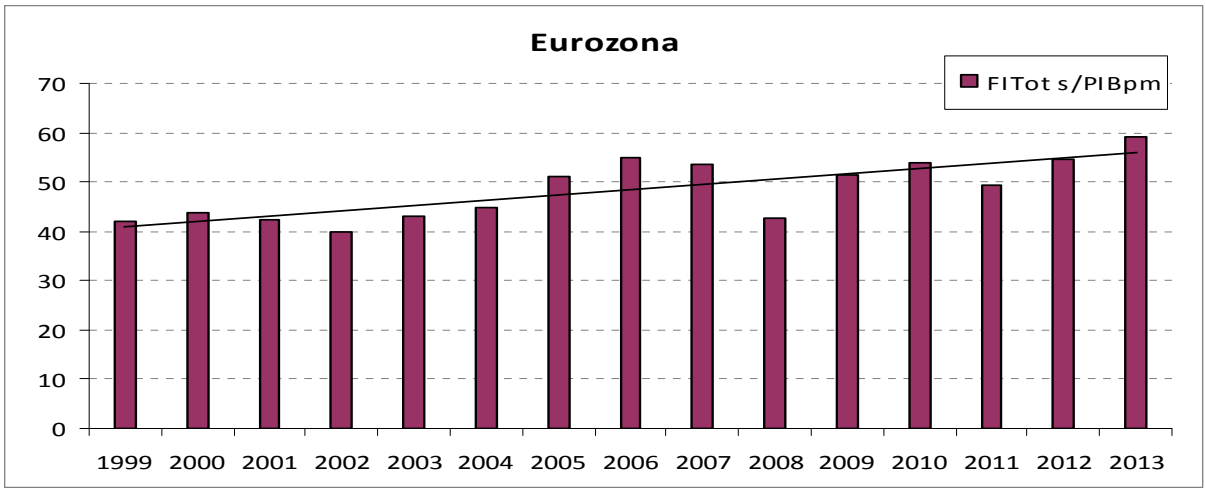
[192] Así, los inversores pagarán impuestos exclusivamente cuando vendan sus participaciones.

[193] Este concepto se refiere al término "*Absolute Return Innovative Strategies (ARIS) UCITS*" propuesto por el Foro Europeo de Categorización de Fondos (EFCF) correspondiente a la Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA). La categoría ARIS en la Clasificiación Europea de Fondos (EFC) tiene como finalidad obtener rentabilidades positivas con independencia de los movimientos que se produzcan en el mercado. En ella se distinguen siete tipologías: *directional*, *long/short*, *relative value*, *multi-strategy*, *event driven*, *index trackers* y *fondos de fondos*. ARIS UCITS destaca por su crecimiento tanto en patrimonio bajo gestión (+174%), de 87 mil millones de euros (año 2005) a 239 mil millones de euros (año 2013), como en número (+250%), de 480 (año 2005) a 1678 (año 2013) (EFAMA, Fact Book, 2014).

[194] Mientras en julio de 2013 existían 1977 UCITS comercializadas por las filiales de las SGIIC estadounidenses establecidas en Europa con un patrimonio de 1,01 billones de euros, un año más tarde, en agosto de 2014, estas cifras mejoran tanto en número (+2,5%) hasta 2033 UCITS como en volumen de activos bajo gestión (+14,8%) hasta 1,16 billones de euros. Estos datos confirman la importancia de la marca UCITS (ICI, 2013, 2014).

[195] La Directiva 2011/61/UE del Parlamento europeo y del Consejo de 8 de Junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (*AIMFD*), surge para atender la necesidad de crear un marco homogéneo y armonizado en fondos de inversión y otros vehículos de inversión de largo plazo.

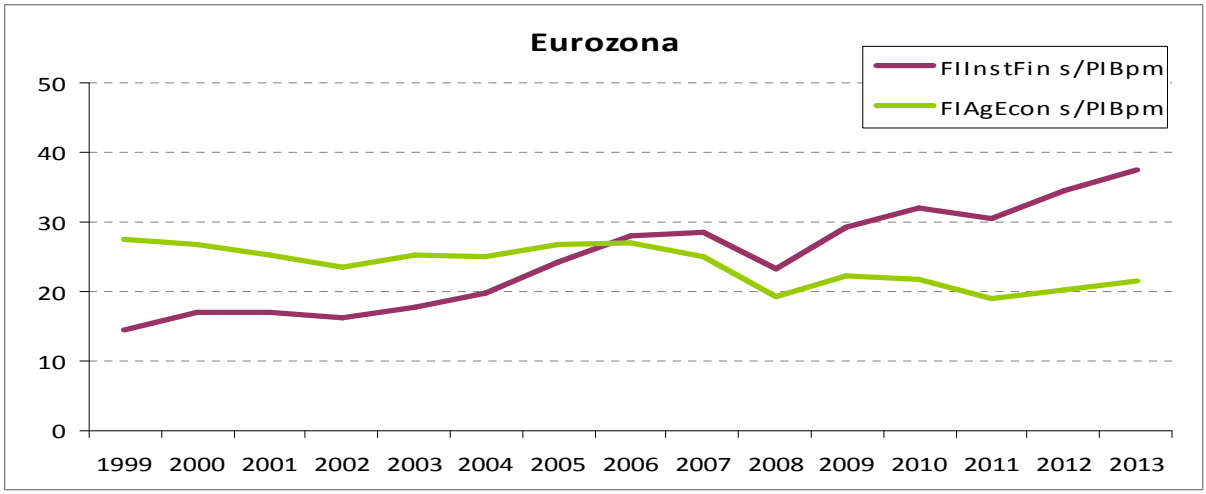
Gráfico nº 24



Patrimonio en fondos de inversión[196] de la economía nacional sobre PIBpm (FITot s/PIBpm): Suma del patrimonio en IIC de las instituciones financieras y los agentes económicos residentes sobre PIBpm. Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

Aunque se observan diferencias entre los agentes económicos residentes y las instituciones financieras en la Eurozona, según muestra el gráfico nº 25:

Gráfico nº 25



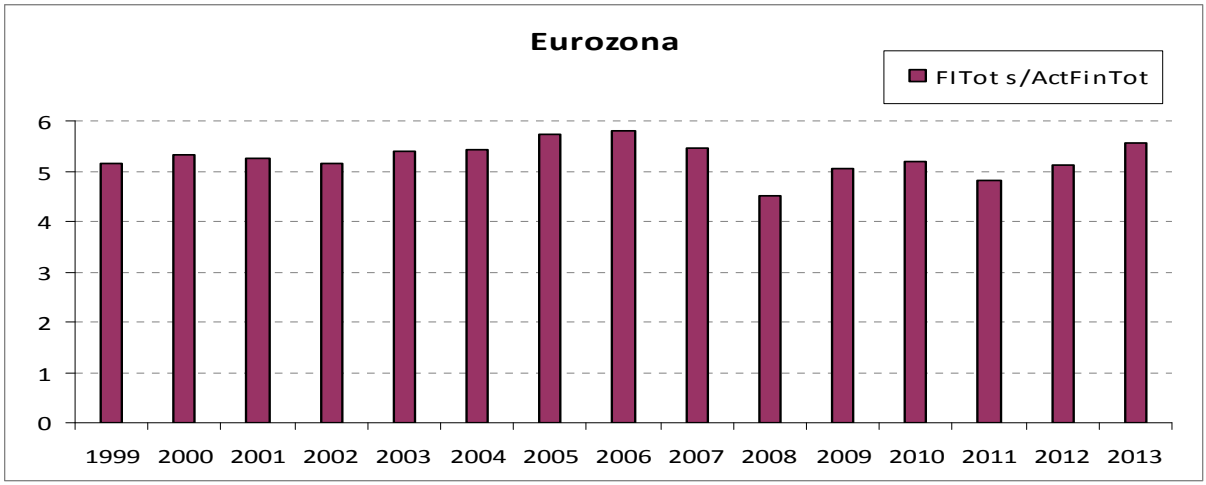
Patrimonio en fondos de inversión de las instituciones financieras sobre PIBpm (FIInstFin s/PIBpm) y de los agentes económicos residentes sobre PIBpm (FIAgEcon s/PIBpm). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

De tal modo, la proporción de las IIC nacionales comercializadas a los agentes económicos residentes sobre el PIBpm de la Eurozona aumenta en las fases expansivas, no así en las contractivas. En cambio, su tendencia en las instituciones financieras es creciente con independencia del ciclo económico.

El gráfico nº 26 muestra la evolución de las IIC nacionales comercializadas a clientes residentes con relación al conjunto de activos financieros en la economía de la Eurozona:

[196] Incluye fondos y sociedades de inversión domiciliados en la Eurozona comercializados a clientes residentes. Nos referiremos así a lo largo de la Tesis, salvo indicación en contrario.

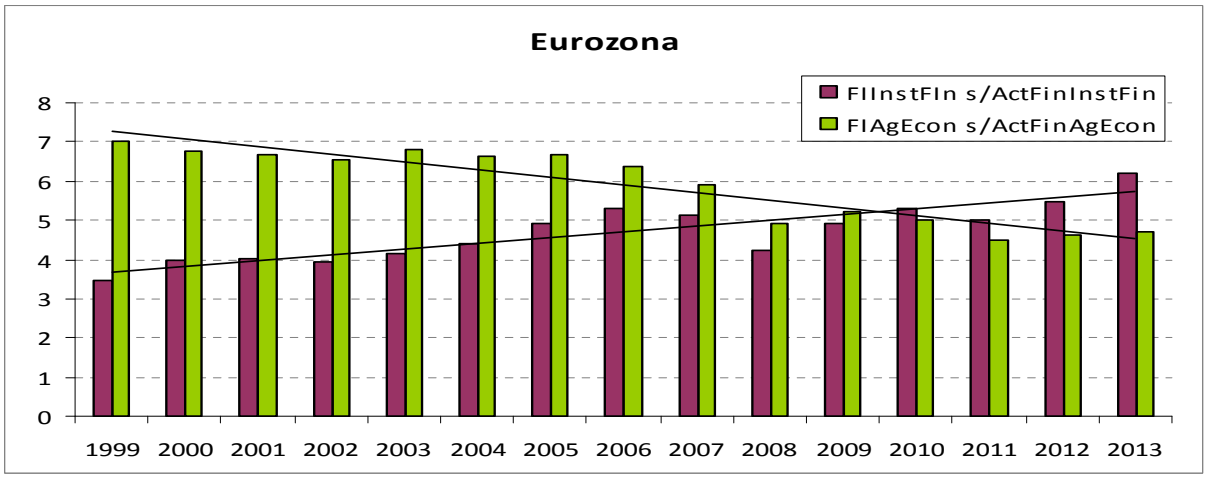
Gráfico nº 26



Patrimonio en fondos de inversión sobre activos financieros de la economía nacional (FITot s/ActFinTot) (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

El peso relativo de las IIC nacionales comercializadas a clientes residentes sobre los activos financieros en la economía de la Eurozona en el periodo 1999/2013 supone de media el 5,3%. Ahora bien, esta proporción en los agentes económicos residentes (5,9%) es mayor que en las instituciones financieras (4,7%), aunque sus tendencias son dispares, según se observa en el gráfico nº 27:

Gráfico nº 27



Patrimonio en fondos de inversión de las instituciones financieras sobre activos financieros de las instituciones financieras (FIInstFin s/ActFinInstFin), y patrimonio en fondos de inversión de los agentes económicos residentes sobre activos financieros de los agentes económicos residentes (FIAgEcon s/ActFinAgEcon). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

En la Eurozona, las instituciones financieras en su conjunto aumentan su cuota de mercado en las IIC nacionales en términos relativos (+26 puntos) entre 2000/2013. Entre ellas, destaca especialmente la mayor canalización de inversiones de las compañías aseguradoras y los fondos de pensiones. A finales del año 2013 prácticamente la mitad del valor total de los activos que gestionan los fondos de pensiones (49%) son canalizados a través de IIC frente a la cuarta parte de los activos de las compañías aseguradoras. Esta diferencia se ha intensificado desde 2008, puesto que suponían el 27% en los fondos de pensiones frente al 22% en las compañías aseguradoras. Del este modo, un comportamiento

positivo muestran el resto de las instituciones financieras no monetarias, que aumentan su presencia en 12 puntos entre 2000/2013 (EFAMA Fact Book, 2014). En cambio, los agentes económicos residentes minoran su relevancia, entre otras razones, por el comportamiento financiero de los hogares[197]. El cuadro nº 73 muestra su evolución:

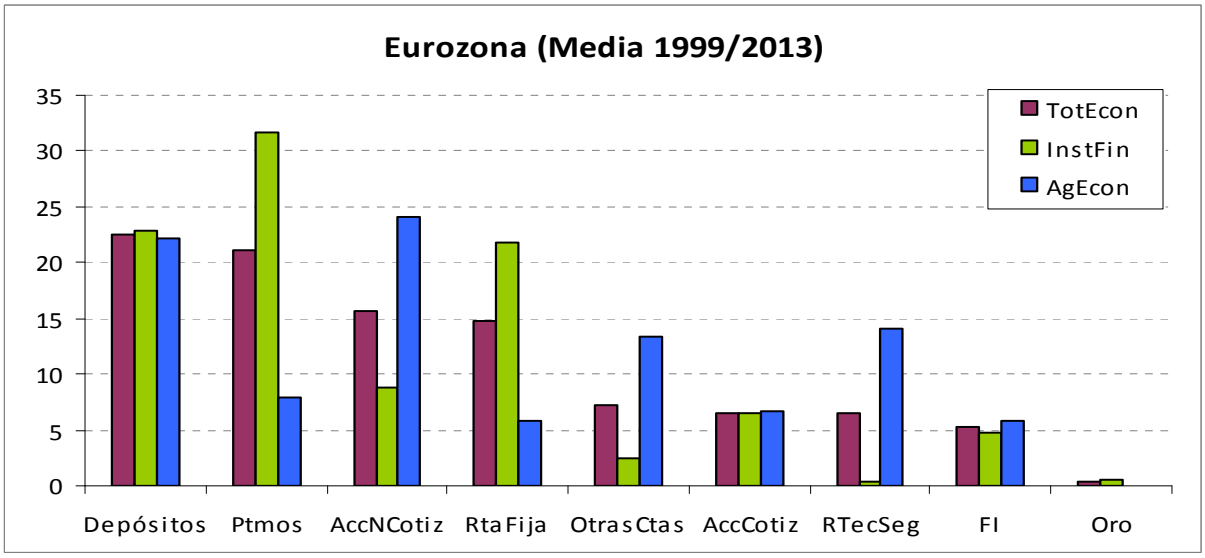
Cuadro nº 73

Fondos Inversión Patrimonio Eurozona	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
InstFinMon	8	9	9	9	9	9	9	9	9	8	8	6	6	7	-1
AsegFPens	21	21	22	21	22	24	25	26	28	31	33	34	35	36	+15
OInstFin	9	10	10	11	13	14	16	19	18	18	19	21	21	21	+12
InstFin	**38**	**40**	**41**	**41**	**44**	**47**	**50**	**54**	**55**	**57**	**60**	**61**	**62**	**64**	**+26**
AdmPub	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	4	4	+2
SocNoFin	9	9	10	10	10	10	10	9	10	10	9	8	7	6	-3
Hog	51	49	47	46	43	40	38	35	32	30	28	27	27	26	-25
AgEcon	**62**	**60**	**59**	**59**	**56**	**53**	**50**	**46**	**45**	**43**	**40**	**39**	**38**	**36**	**-26**
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

Instituciones financieras (InstFin): Incluye instituciones financieras monetarias (InstFinMon), compañías aseguradoras y fondos de pensiones (AsegFPens), y otras instituciones financieras (OInstFin). Agentes económicos residentes (AgEcon): Incluye administraciones públicas (AdmPub), sociedades no financieras (SocNoFin) y hogares (Hog). Patrimonio en fondos de inversión de la economía nacional (%). Variación 2000 vs 2013: Variación patrimonial entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat, EFAMA y elaboración propia (30.09.14).

Asimismo, la evolución del peso medio de los activos financieros en la Eurozona entre 1999/2013 en términos relativos se detalla en el gráfico nº 28:

Gráfico nº 28



Economía nacional (TotEcon); Instituciones financieras (InstFin); Agentes económicos residentes (AgEcon). Depósitos sobre activos financieros (Depósitos); Préstamos sobre activos financieros (Ptmos); Acciones no cotizadas y otras participaciones sobre activos financieros (AccNoCotiz); Valores de renta fija sobre activos financieros (RtaFija); Otras cuentas a cobrar y derivados financieros sobre activos financieros (OtrasCtas); Acciones cotizadas sobre activos financieros (AccCotiz); Reservas técnicas de seguro sobre activos financieros (RTSeg); fondos de inversión sobre activos financieros (FI); Oro y derechos especiales de giro sobre activos financieros (Oro). Media 1999/2013: Media anualizada 1999/2013. Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

[197] El comportamiento financiero de los hogares se analiza en el estudio empírico del tercer bloque de la presenteTesis.

Así los principales activos financieros de la Eurozona son los depósitos[198] y los préstamos, según detalla el cuadro nº 74:

Cuadro nº 74

TotEcon Eurozona	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 1999 vs 2013
Depósitos	21	21	21	23	22	22	22	22	23	25	23	23	25	24	22	+1
Ptmos	19	20	21	22	21	21	21	20	21	23	22	22	22	22	22	+3
AccNoCotiz	17	17	16	15	15	15	15	16	16	15	15	15	15	15	16	-1
RtaFija	14	14	14	15	15	15	15	14	14	15	16	15	15	15	15	+1
RTecSeg	6	6	6	7	7	7	7	6	6	6	6	7	7	7	7	+1
FI	5	5	5	5	5	5	6	6	5	5	5	5	5	5	6	+1
AccCotiz	10	10	8	6	6	6	7	8	8	4	5	6	5	5	6	-4
OtrasCtas	8	8	8	8	8	8	7	7	7	7	7	7	7	6	6	-2
Oro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TotActFin	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

Economía nacional (TotEcon): Sumatorio de los activos financieros de las instituciones financieras (InstFin) y los agentes económicos residentes (AgEcon). Total activos financieros (TotActFin): Sumatorio de depósitos sobre activos financieros (Depósitos), préstamos sobre activos financieros (Ptmos), acciones no cotizadas y otras participaciones sobre activos financieros (AccNoCotiz), valores de renta fija sobre activos financieros (RtaFija), reservas técnicas de seguro sobre activos financieros (RTSeg), fondos de inversión sobre activos financieros (FI), acciones cotizadas sobre activos financieros (AccCotiz), otras cuentas a cobrar y derivados financieros sobre activos financieros (OtrasCtas), y Oro y derechos especiales de giro sobre activos financieros (Oro). Datos en porcentaje (%). Variación 1999 vs 2013: Variación patrimonial entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

El gráfico nº 75 detalla la evolución de los distintos activos financieros que titulan las instituciones financieras y los agentes económicos de la Eurozona. De tal modo, los principales activos financieros en las instituciones financieras son los préstamos, los valores de renta fija y los depósitos:

Cuadro nº 75

InstFin Eurozona	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
Ptmos	32	32	33	33	33	32	31	31	31	33	32	32	31	30	31	-1
RtaFija	21	21	21	22	22	23	22	21	20	21	23	22	22	23	23	+2
Depósitos	22	21	22	23	22	23	22	22	24	26	23	23	25	24	22	0
AccNoCotiz	10	9	9	8	9	9	8	9	9	8	9	9	9	9	10	0
AccCotiz	9	9	8	6	6	7	7	8	7	4	5	6	5	5	6	-3
FI	3	4	4	4	4	4	5	5	5	4	5	5	5	5	6	+3
OtrasCtas	3	3	3	3	3	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2	-1
Oro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	+1
RTecSeg	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TotActFin	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

Instituciones financieras (InstFin). Total activos financieros (TotActFin): Sumatorio de préstamos sobre activos financieros (Ptmos), valores de renta fija sobre activos financieros (RtaFija), depósitos sobre activos financieros (Depósitos), acciones no cotizadas y otras participaciones sobre activos financieros (AccNoCotiz), acciones cotizadas sobre activos financieros (AccCotiz), fondos de inversión sobre activos financieros (FI), otras cuentas a cobrar y derivados financieros sobre activos financieros (OtrasCtas), oro y derechos especiales de giro sobre activos financieros (Oro) y reservas técnicas de seguro sobre activos financieros (RTSeg). Datos en (%). Variación 1999 vs 2013: Variación patrimonial entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

[198] Incluyen saldos en vista, depósitos transferibles y otros depósitos. No obstante, la proporción de saldos en vista sobre el conjunto de depósitos es inferior al uno por ciento.

Y en los agentes económicos residentes, las acciones no cotizadas, los depósitos y las reservas técnicas de seguro[199], según muestra el cuadro nº 76:

Cuadro nº 76

AgEcon Eurozona	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
AccNoCotiz	25	25	24	22	23	23	24	25	26	24	24	24	24	24	25	+1
Depósitos	21	20	21	23	22	22	22	21	21	24	23	23	24	24	23	+2
RTecSeg	12	12	13	14	14	14	14	14	14	14	15	15	15	15	15	+3
Ptmos	6	7	8	8	8	8	7	7	8	9	9	9	9	10	10	+4
OtrasCtas	14	14	14	15	14	14	13	13	13	14	13	13	13	12	12	-2
AccCotiz	10	10	8	5	6	6	7	8	8	5	5	5	5	5	6	-4
FI	7	7	7	7	7	7	7	6	6	5	5	5	5	5	5	-2
RtaFija	6	6	6	7	6	6	6	5	5	6	6	6	6	5	5	-1
Oro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TotActFin	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

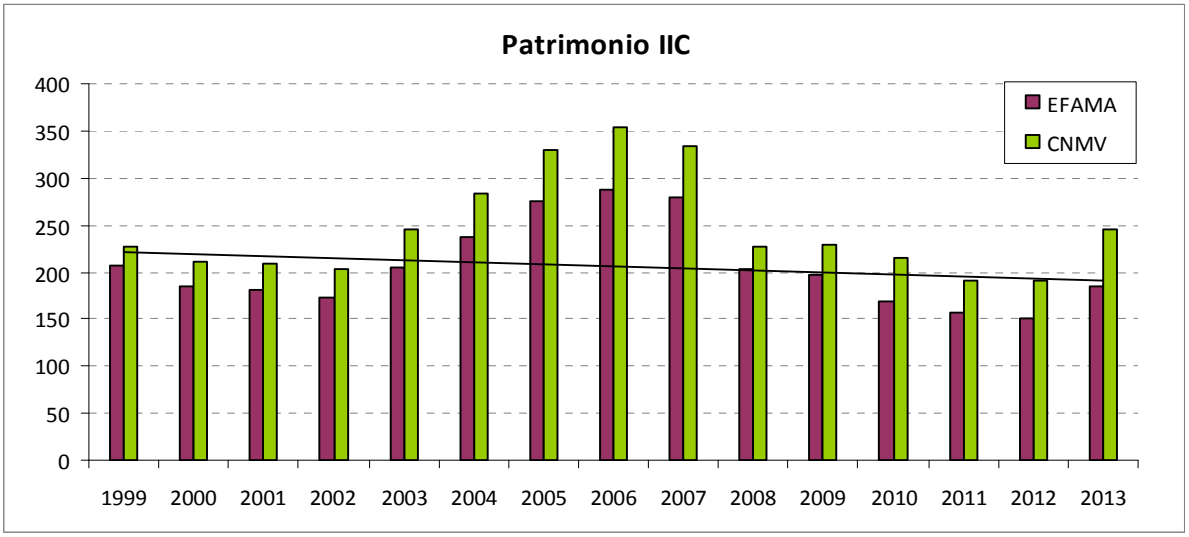
Agentes económicos residentes (AgEcon). Total activos financieros (TotActFin): Sumatorio de acciones no cotizadas y otras participaciones sobre activos financieros (AccNoCotiz), depósitos sobre activos financieros (Depósitos), reservas técnicas de seguro sobre activos financieros (RTSeg), préstamos sobre activos financieros (Ptmos), otras cuentas a cobrar y derivados financieros sobre activos financieros (OtrasCtas), acciones cotizadas sobre activos financieros (AccCotiz), fondos de inversión sobre activos financieros (FI), valores de renta fija sobre activos financieros (RtaFija), oro y derechos especiales de giro sobre activos financieros (Oro). Datos en porcentaje (%). Variación 1999 vs 2013: Variación patrimonial entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

[199] Incluyen seguros de ahorro y planes de pensiones. A lo largo de la Tesis nos refereriremos así, salvo indicación en contrario,.

2.2.2) España

El patrimonio de la Industria en España, tanto en IIC armonizadas (UCITS) y no armonizadas (Non-UCITS) como en IIC nacionales y extranjeras, muestra una tendencia descendente. El gráfico nº 29 muestra su evolución patrimonial en el periodo 1999/2013:

Gráfico nº 29



Patrimonio en IIC armonizadas (UCITS) y no armonizadas (Non-UCITS) en miles de millones de euros corrientes. Fuente: EFAMA (25.01.2015).
Patrimonio en IIC nacionales[200] y extranjeras[201] en miles de millones de euros corrientes. Fuente: CNMV (25.01.2015).

Aún así, en España la evolución patrimonial de la industria de IIC presenta tres etapas perfectamente diferenciadas:

1º Etapa 1999/2002

El patrimonio UCITS y Non-UCITS retrocede 33 mil millones de euros (-16,2%) principalmente por la desaceleración económica y el desplome de los mercados bursátiles.

La caída de las bolsas impulsa los fondos monetarios y de renta fija a corto plazo en detrimento de los fondos mixtos y de renta variable debido a una actitud inversora más conservadora. Asimismo, mientras se reduce el volumen de negocio de las IIC extranjeras comercializadas en España hasta alcanzar el 3,4% de las IIC mobiliarias nacionales, crece volumen de activos que gestionan las SICAV, y los fondos inmobiliarios, que ofrecen unas rentabilidades muy atractivas en contraposición a los mercados financieros por la propia pujanza del sector inmobiliario (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2003).

Por lo tanto, la competencia en la industria de IIC se establece principalmente entre las distintas tipologías de IIC españolas, puesto que la presencia de las IIC extranjeras

[200] Fondos y sociedades de inversión domiciliados a nivel nacional comercializados a clientes residentes y no residentes. A lo largo de la presente tesis nos referiremos así, salvo que se indique lo contrario.
[201] Fondos y sociedades de inversión domiciliados en el extranjero comercializados a clientes residentes. A lo largo de la presente Tesis nos referiremos así, salvo que se indique lo contrario.

comercializadas en España es aún muy escasa por la dificultad de encontrar canales adecuados de comercialización y por la reticencia de los inversores españoles ante lo desconocido que dan preferencia a los fondos de inversión españoles. A pesar de ello, las IIC extranjeras hacen esfuerzos promocionales buscando la colaboración de entidades españolas en su distribución (Marco, 2003), estrategia con resultados muy positivos en años posteriores.

López Suárez y Novoa (2007) indica que este retroceso, más que por el volumen de reembolsos, se produce por la evolución desfavorable de los mercados financieros como consecuencia del peso de la renta variable en su estructura patrimonial.

2º Etapa 2003/2006

Esta segunda etapa representa un avance importante en el conjunto de la Industria. Así, su patrimonio UCITS y Non-UCITS aumenta en 114 mil millones de euros (+65,8%).

En 2006 las IIC extranjeras comercializadas en España desde 2003 alcanzan un nivel patrimonial sobre IIC mobiliarias realmente significativo (12,5%), las IIC inmobiliarias crecen el 35,6%, aunque a menor ritmo que en 2004 y 2005, siendo su presencia en las IIC todavía reducida (2,9%), se registran los primeros fondos de inversión libre y fondos de fondos de inversión libre[202], y las SICAV minoran su patrimonio (-9,2%) por primera vez desde el año 2000 (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2007).

Aunque el favorable clima bursátil incentiva el crecimiento de la Industria, el impulso principal viene determinado principalmente por las agresivas campañas destinadas a la comercialización de fondos de inversión garantizados de las dos principales entidades financieras, Santander y BBVA (López Suárez y Novoa, 2007).

A su vez, los traspasos entre fondos de inversión quedan regulados sin *peaje fiscal*, lo que supone no computar las ganancias o pérdidas patrimoniales, según indica el cuadro nº 77:

Cuadro nº 77

España	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Volumen traspasado (1)	20,2	29,7	39,5	61,5	65,3	66,2	33,1	27,5	27,8	15,8	24,,2
Traspasos s/ patrimonio IIC (2)	9,8	12,5	14,4	21,4	23,4	32,5	16,8	16,3	17,8	10,5	13,1

(1) Datos en miles de euros corrientes. (2) Datos en porcentaje (%). Fuente: Inverco y elaboración propia (30/08/14).

Estos volúmenes traspasados evidencian la importancia de esta nueva regulación para la Industria en España, al suponer entre el 9,8% en 2003 hasta el 32,5% de su patrimonio. Además, las ganancias patrimoniales minoran su tributación del 18% al 15% cuando si las inversiones en IIC tienen una permanencia superior a un año.

Este nuevo marco fiscal supone un acicate hacia el inversor y un estímulo hacia la competencia de las SGIIC que reducen progresivamente las comisiones aplicadas en la captación del ahorro (López Suárez y Novoa, 2007).

La débil competencia de los depósitos con una rentabilidad inferior a la inflación en un entorno de bajos tipos de interés, la recuperación de los mercados bursátiles y las

[202] El Reglamento de la Ley 35/2003 regula por primera vez los *hedge funds* en España.

modificaciones en el marco fiscal de la Industria provoca suscripciones netas de los inversores. En este sentido, los fondos de inversión se sitúan como el producto estrella del ahorro en España (Fundación Inverco, 2010).

En 2006 el patrimonio aumenta en menor medida que en 2004 y 2005, y lo hace exclusivamente por los rendimientos procedentes especialmente de los fondos de renta variable, ya que se producen más reembolsos que suscripciones. También la reforma fiscal favorece la anticipación de los reembolsos, y los inversores con menor aversión al riesgo tienden a elegir fondos de inversión de riesgo alto y muy alto de las grandes gestoras internacionales dado que su oferta es más amplia que las gestoras nacionales más pequeñas (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2007).

De tal modo, la Industria comienza en este mismo año de 2006 su desaceleración por la *guerra del pasivo* en la que las opciones más conservadoras vuelven a liderar las preferencias de los inversores, que derivan sus ahorros hacia depósitos y valores de renta fija en detrimento de fondos monetarios (Fundación Inverco, 2010).

3º Etapa 2007/2013

Es una etapa muy difícil que se inicia con la crisis financiera *subprime*. De tal modo, su patrimonio UCITS y Non-UCITS desciende en 103 mil millones de euros (-35,7%).

El deterioro del clima económico, la evolución negativa de los mercados financieros, la agresividad de las campañas comerciales de productos financieros alternativos (depósitos, seguros de ahorro,…), la intensificación en la emisión de instrumentos de renta fija y la actividad en el mercado primario del Tesoro Público, y el aumento de la tributación de las ganancias patrimoniales derivadas de las transmisiones y/o reembolsos de acciones y participaciones en IIC con respecto a la etapa anterior trae como consecuencia el decrecimiento de la Industria y el mayor sesgo defensivo de su patrimonio.

Las crisis financieras suelen asociarse tradicionalmente con procesos de reducción del patrimonio gestionado en la Industria. Sin embargo, en todas ellas se produce una recuperación posterior que se caracteriza por un proceso de redefinición que elimina los elementos negativos o deficientes y por la aparición de nuevas tipologías de fondos de inversión que recuperan el interés de los inversores españoles. No obstante, los ciclos de expansión económica y la euforia inversora causan vicios en el funcionamiento, en la comercialización y/o en el empleo de la inversión colectiva, germen común de las crisis posteriores a los períodos de éxito (Fundación Inverco, 2010).

Las dificultades económicas y la falta de recursos financieros obliga a los inversores a desinvertir. Ahora bien, la tutela de las redes comerciales de las entidades bancarias influye también en el descenso de la Industria en comparación con otros productos financieros de su competencia directa existentes en el mercado (Mardomingo, 2012).

En el año 2013, no obstante, la industria de IIC recupera parcialmente su patrimonio, tras varios años de descenso seguidos, impulsada por la revalorización de las carteras y, sobre todo, por una notable entrada neta de dinero. Este aumento viene acompañado de una recomposición del peso relativo de las principales categorías de fondos en el patrimonio total del sector. Destacan el descenso de las fórmulas garantizadas y el ascenso de los fondos de

gestión pasiva[203], casi todos ellos con un objetivo de rentabilidad no garantizada. Estos cambios se ven favorecidos por las expectativas de mantenimiento de niveles reducidos en los tipos de interés y por las estrategias de comercialización de las entidades financieras. Asimismo, las IIC de inversión libre mantienen un peso reducido en la Industria, pues no llegan al 1% de su patrimonio, la inversión en IIC extranjeras comercializadas en España alcanzan el 28,8% de las IIC españolas, y el patrimonio en IIC inmobiliarias crecen el 1,1% después de cuatro años sucesivos de descenso gracias a las sociedades de inversión inmobiliarias. En cambio, los fondos inmobiliarios disminuyen por la depreciación de activos y el proceso liquidativo de dos de los seis fondos activos existentes. También las SICAV aumentan su patrimonio respecto al año anterior el 14,6% (CNMV, 2014).

En España, el peso relativo de su Industria en Europa es muy inferior a la que ostentan Luxemburgo o Irlanda. Así, la cuota de mercado de los principales países europeos en el conjunto de la industria de IIC domiciliadas en Europa, IIC armonizadas (UCITS) y no armonizadas (Non-UCITS), evoluciona de la siguiente manera, según detalla el cuadro nº 78:

Cuadro nº 78

UCITS & Non-UCITS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
Patrimonio															
Luxemburgo	19	20	20	20	21	23	24	26	25	26	27	26	27	27	+8
Irlanda	5	6	7	7	8	9	10	10	10	10	12	13	14	14	+9
Alemania	18	17	18	17	16	15	13	13	15	14	14	14	14	14	-4
Francia	19	19	21	21	21	19	20	20	22	21	19	17	17	16	-3
Italia	10	9	9	8	8	6	5	4	4	4	3	3	2	2	-8
España	4	4	4	4	4	4	4	3	3	3	2	2	2	2	-2
Otros (1)	25	24	22	22	22	24	24	23	20	22	24	24	25	25	0
Europa (2)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-
Número															
Luxemburgo	19	18	18	17	18	19	20	22	23	24	24	25	25	25	+6
Irlanda	6	7	8	7	8	8	8	9	9	9	9	9	10	10	+4
Alemania	17	17	15	15	14	13	12	12	11	12	11	11	11	11	-6
Francia	29	29	28	27	27	25	25	23	23	23	22	22	21	21	-8
Italia	3	3	3	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	-1
España	6	6	6	6	6	6	6	6	6	5	5	5	4	4	-2
Otros (1)	20	20	22	26	26	26	26	26	25	26	27	27	27	27	+7
Europa (2)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

Patrimonio UCITS y Non-UCITS de cada país sobre patrimonio UCITS y Non-UCITS del conjunto de Europa, y número UCITS y Non-UCITS de cada país sobre número UCITS y Non-UCITS del conjunto de Europa. Datos en porcentaje (%). Variación 2000 vs 2013: Variación de la cuota de mercado entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. (1) Incluye Austria, Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, Finlandia, Grecia, Holanda, Hungría, Liechtenstein, Malta, Noruega, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía, Suecia, Suiza, Turquía. (2) Incluye Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, España, Eslovaquia, Eslovenia, Francia, Finlandia, Grecia, Holanda, Hungría, Irlanda, Italia, Liechtenstein,, Luxemburgo, Malta, Noruega, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía, Suecia, Suiza y Turquía. Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.2014).

[203] Los fondos de gestión pasiva con un objetivo de rentabilidad son complementarios a los fondos de renta fija, pero no a los fondos garantizados, ya que los inversores en fondos garantizados buscan, en primer lugar, la preservación del capital, y en segundo lugar, la seguridad de contar con una revalorización conocida de antemano. Ni lo primero ni tampoco lo segundo puede ser ofrecido por esta tipología de fondos de gestión pasiva, pudiendo ocurrir además que el nivel de riesgo de los activos en sus carteras sea superior a los de los fondos garantizados con el fin de que la rentabilidad objetiva sea superior a la garantizada.

Luxemburgo lidera el mercado patrimonial de la Industria en Europa entre 2000/2013 aumentando su cuota de mercado (+8 puntos porcentuales) después de Irlanda (+9 puntos porcentuales), y también su número (25%) creciendo (+6 puntos porcentuales), seguido por Irlanda (+4 puntos porcentuales). De tal forma, en el año 2013 Luxemburgo e Irlanda representan el 41% del patrimonio y el 35% del número de IIC domiciliadas en Europa, y canalizan la parte sustancial de los flujos transfronterizos europeos.

PWC (2014) indica que la fiscalidad tuvo inicialmente una importancia relevante en la elección del país de domiciliación UCITS por parte de las SGIIC. Posteriormente, sin embargo, los servicios ofertados y la experiencia en el mercado transfronterizo están siendo muy determinantes. Estas razones explican la elección de Luxemburgo e Irlanda como países europeos preferenciales en la domiciliación UCITS en detrimento de otros países europeos.

Según la ALFI, *Luxembourg Investment Fund Association*, (2014)[204], Luxemburgo es el mayor centro internacional de fondos de inversión europeo y el segundo en importancia a nivel mundial después de Estados Unidos. La existencia de una infraestructura de profesionales de servicios financieros completa (abogados, auditores, administradores,...) unida a las campañas de *marketing* dentro y fuera de Europa y a su población multilingüe aumentan su reputación como centro internacional. En consecuencia, los fondos de inversión luxemburgueses son comercializados en más de sesenta y cinco países.

Ferguson (2007) afirma que el liderazgo de Luxemburgo es consecuencia de diversos factores. Entre ellos, la estabilidad política del país, la actitud alentadora de sus autoridades hacia la inversión extranjera, la existencia de una legislación correctamente definida, un régimen fiscal adecuado y un personal proveedor de servicios financieros cualificado, multilingüe y con experiencia. Asimismo, su regulador, *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF), incorpora las nuevas Directivas europeas a la legislación interna con agilidad y crea marcos legales innovadores útiles para la Industria. También destaca el papel de la ALFI en la constitución de nuevos fondos de inversión europeos así como en su diálogo contínuo con los principales interlocutores mundiales de la Industria.

Por tanto, Luxemburgo cuenta con estabilidad política y social, con una fiscalidad competitiva, con un marco legal atractivo, con unos procedimientos ágiles y eficaces, con el pragmatismo de las autoridades de supervisión financiera, con la presencia de instituciones bancarias de primer orden, con un control bancario estricto de amplia tradición, con la discreción y confidencialidad de las operaciones, con la situación como centro europeo de distribución de servicios financieros, con una amplia gama de servicios, con una excelente reputación internacional, con una población activa cualificada y multilingüe, y con costes operacionales competitivos. En efecto, todos estos factores hacen que Luxemburgo sea un buen emplazamiento para el inversor (Embajada de España, 2007).

De tal modo, no sorprende que, según los datos publicados por la Agencia Tributaria sobre el patrimonio invertido en IIC de los españoles (personas físicas) en el extranjero en el año 2012, Luxemburgo es el destino favorito de sus inversiones con una cuota del 36,5% (6,29 miles de millones de euros).

[204] ALFI representa a la industria de fondos de inversión en Luxemburgo. Entre sus funciones destacan el fomento de la inversión en fondos, la formación del personal para garantizar su profesionalidad y la colaboración con las autoridades en la regulación del sector.

De acuerdo a la V Encuesta de los fondos de inversión del Observatorio Inverco (2015), entre las ventajas que gozan algunas jurisdicciones europeas, por ejemplo, la de Luxemburgo con respecto a la de España, destaca el reconocimiento internacional como plataforma de distribución para el 66% de las sociedades gestoras encuestadas, las menores restricciones normativas existentes para el 21% y su mayor facilidad de registro para 1 de cada 10.

Asimismo, Irlanda también incrementa de una manera espectacular su cuota de mercado gracias a una estrategia que se basa en el desarrollo de un entorno abierto, transparente y regulado que proporciona soluciones y oportunidades en la distribución de productos y fomenta la creación de nuevos fondos de inversión, en especial de difusión internacional. Además, cumple con la normativa fiscal internacional, cuenta con tratados de doble imposición en sesenta países, con el tipo en el impuesto de sociedades más reducido entre los países de la OCDE y con exenciones generosas en IVA (Owens, 2012).

La IFIA, *Irish Funds Industry Association*, (2011)[205] indica que Irlanda cuenta con más de veinte años de experiencia en la domiciliación regulada de fondos de inversión distribuidos internacionalmente y doce mil profesionales que prestan una amplia gama de servicios de valor añadido incluyendo la administración de fondos, agencias de transferencia, cotizaciones en bolsa, servicios de auditoría, legales, fiscales, de cumplimiento y consulta, etc. De tal modo, los promotores internacionales de fondos de inversión se ven atraídos por su ambiente abierto, transparente, bien regulado y que pone énfasis en la protección del inversor, por su adaptabilidad ante nuevos desarrollos regulatorios, por su entorno fiscal seguro, y por su cultura de negocios innovadora. Por tanto, Irlanda está reconocida como una jurisdicción abierta y fiscalmente eficaz.

La *Economist Intelligence Unit*[206] de la publicación *The Economist* ha realizado una encuesta independiente entre doscientos gestores de activos globales en 2014 para identificar los domicilios europeos que elegirían si tuvieran que empezar desde cero con su gama de fondos de inversión y los factores con mayor influencia en su proceso de decisión. El 71% de los gestores han elegido Irlanda entre los tres primeros domicilios europeos; Luxemburgo y Alemania conjuntamente ocupan el segundo puesto al ser, bien uno o bien otro, la primera, la segunda o la tercera opción para el 45% de los encuestados; El Reino Unido se sitúa con el 33% en el tercer lugar; Holanda con el 27% ocupa la cuarta posición; y Francia con el 23% obtiene el quinto lugar. Por lo tanto, Irlanda está muy bien valorada en todos los mercados clave, siendo la jurisdicción preferida por los gestores de todas las regiones, incluidas Latinoamérica, Asia-Pacífico, Norteamérica y Europa, lo que indica su buena situación para atraer un porcentaje cada vez mayor de empleos e inversiones en el sector de los fondos globales. A su vez, los gestores dan preferencia en su elección al coste de hacer negocios, seguido por el trato fiscal aplicado a los vehículos de inversión, y la presencia de convenios de doble imposición entre factores financieros y empresariales; a la rapidez en la salida al mercado, seguida por la percepción de los inversores de cada jurisdicción, y su reputación y longevidad como centro gestor de fondos entre factores de mercado y distribución; y al enfoque de implementación de la Directiva AIFMD[207], seguido por la sofisticación del

[205] IFIA representa a la industria de fondos de inversión en Irlanda, contribuye a desarrollar su estructura reguladora, y se involucra en definir las prácticas del mercado a través del desarrollo de políticas y documentos de orientación, y de un adiestramiento específico.

[206] La *Economist Intelligence Unit* es una unidad de negocios independiente dentro del grupo *The Economist*, y se centra en el ofrecimiento de pronósticos y asesoramiento económico a clientes.

[207] La Directiva 2011/61/UE del Parlamento europeo y del Consejo de 8 de Junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (*AIMFD*).

organismo regulador nacional y la aplicación de la Directiva UCITS entre factores legales y normativos. En opinión de Michael Jackson, Director del grupo de Gestión de Activos y Fondos de Inversión de *Matheson*, esta encuesta explica el éxito de Irlanda durante los últimos años como el país europeo con mayor crecimiento en domiciliación de UCITS y la tendencia de trasladar a Irlanda fondos procedentes de domicilios europeos competidores (lacartadelabolsa.com, 2014).

El impulso de Luxemburgo e Irlanda condiciona la cuota de mercado de las principales economías de la Eurozona tanto en patrimonio como en número, y por tanto, Alemania, Francia e Italia disminuyen su peso relativo en la Industria entre 2000/2013. España también minora su relevancia (-2 puntos porcentuales) en ambas variables.

A su vez, la presencia de las IIC No armonizadas (Non-UCITS) aumenta en la Industria en Europa. Sin embargo, en España es muy residual y su ritmo de crecimiento claramente inferior a la media europea, según detalla el cuadro nº 79:

Cuadro nº 79

Non-UCITS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000vs2013
Patrimonio															
Luxemburgo	9	8	9	8	7	9	10	11	14	14	14	16	16	16	+7
Irlanda	30	24	21	21	21	21	20	20	20	20	21	22	21	22	-8
Alemania	68	69	73	73	74	73	73	74	80	78	78	80	81	80	+12
Francia	10	10	10	10	9	9	13	15	17	18	20	23	26	27	+17
Italia	1	1	2	3	7	10	14	20	25	25	27	31	30	25	+24
España	1	1	1	1	2	3	3	3	4	4	4	4	3	3	+2
Otros (1)	25	25	26	25	26	26	26	28	32	32	32	36	38	38	+13
Europa (2)	22	22	22	22	22	22	22	23	26	26	26	29	30	30	+8
Número															
Luxemburgo	13	12	12	12	13	15	16	21	24	26	28	29	30	31	+18
Irlanda	43	43	42	53	49	45	44	41	39	41	38	37	40	40	-3
Alemania	84	82	81	81	80	79	76	71	67	66	65	65	65	66	-18
Francia	35	35	35	33	32	32	32	32	32	34	34	34	37	37	+2
Italia	2	3	5	7	13	18	23	29	35	36	36	36	37	35	+33
España	0	0	0	0	0	0	1	1	2	2	3	2	2	2	+2
Otros (1)	11	12	10	8	14	17	19	20	21	23	24	27	30	30	+19
Europa (2)	32	32	30	29	30	30	29	29	30	32	32	33	35	35	+3

Patrimonio Non-UCITS sobre patrimonio UCITS y Non-UCITS en cada país, y número Non-UCITS sobre número UCITS y Non-UCITS en cada país. Datos en porcentaje (%). (1) Incluye Austria, Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, Finlandia, Grecia, Holanda, Hungría, Liechtenstein, Malta, Noruega, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía, Suecia, Suiza, Turquía. (2) Incluye Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, España, Eslovaquia, Eslovenia, Francia, Finlandia, Grecia, Holanda, Hungría, Irlanda, Italia, Liechtenstein,, Luxemburgo, Malta, Noruega, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía, Suecia, Suiza y Turquía. Variación 2000 vs 2013: Variación patrimonial entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.14).

Así, la relevancia de las IIC armonizadas (UCITS) en los principales países europeos es superior a las IIC no armonizadas (Non-UCITS) con la excepción de Alemania[208].

[208] En Alemania, la presencia de Non-UCITS en la Industria destaca sobre UCITS debido a la existencia de fondos especiales (en alemán, *spezialfonds*) destinados a inversores institucionales exclusivamente, siendo sus principales inversores las compañías aseguradoras seguidas de fondos de pensiones (EFAMA Fact Book 2013).

Aunque la Industria en Europa sea receptora de aportaciones netas de los inversores entre 2000/2013, se observan diferencias en las principales economías de la Eurozona. Mientras Alemania y Francia están en positivo, España e Italia en negativo, según el cuadro nº 80:

Cuadro nº 80

Suscripciones netas UCITS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total 2000/2013
Alemania	+42	+25	+11	+6	-7	+101	-6	-13	-16	+8	+11	-3	0	+6	+165
Francia	+115	+104	+92	+66	+54,9	+59	+106	-29	-45	+8	-83	-91	-24	-75	+203
Italia	-6	-18	-12	+8	-25	-15	-48	-60	-73	-8	-23	-31	-11	+12	-310
España	-15	-1	+2	+25	+24	+22	-1	-20	-57	-12	-24	-8	-10	+23	-52
Europa	+384	+287	+191	+237	+204	+387	+346	+50	-356	+113	+65	-158	102	228	2080

Total 2000/2013: Sumatorio de las variaciones anuales del periodo 2000/2013 en miles de millones de euros corrientes. Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.14).

En España, la pérdida de relevancia de su Industria en Europa está causada, entre otras razones, por el menor dinamismo de las Non-UCITS, y el mal comportamiento de las suscripciones netas en UCITS. Así, la renta fija sufre el mayor volumen de reembolsos, seguida por la renta variable, según indica el cuadro nº 81:

Cuadro nº 81

Suscripciones netas UCITS España	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total 2000/2013
Monetaria y renta fija	-20	+13	+7	+7	+6	+5	-6	-4	-16	-9	-22	-3	-5	+17	-30
Mixta	-3	-10	-4	0	+7	+7	+2	-3	-7	+2	-1	-2	-1	+4	-9
Renta variable	+6	-4	-2	+18	+11	+10	+3	-13	-34	-5	-1	-4	-4	+2	-17
Otra	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	-15	-1	+2	+25	+24	+22	-1	-20	-57	-12	-24	-8	-10	+23	-52

Total 2000/2013: Sumatorio de las variaciones anuales del periodo 2000/2013 en miles de millones de euros corrientes. Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.14).

Ahora bien, el ciclo económico tiene también una influencia más que evidente. Así, en España, los activos monetarios y de renta fija lideran el mercado UCITS en el periodo 2000/2013 con una cuota de mercado patrimonial media del 52%, y aumentan su presencia de manera considerable (+9 puntos porcentuales). En cambio, la renta variable minora su presencia patrimonial (-8 puntos) aún cuando presenta la mayor oferta de fondos (50%).

Cuadro nº 82

Política Inversora Non-UCITS España	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media 2000/2013
Patrimonio															
Monetaria y renta fija	44	55	63	58	53	48	43	44	54	51	48	51	52	53	+9
Mixta	24	19	14	12	15	17	18	20	18	20	22	21	23	23	-1
Renta Variable	32	27	22	30	32	35	39	37	27	28	30	28	26	24	-8
Otra (1)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Número															
Monetaria y renta fija	35	33	31	33	34	33	31	30	30	32	33	36	39	43	+8
Mixtos	24	23	22	21	19	17	16	15	13	13	13	11	11	11	-13
Renta Variable	42	43	45	44	48	50	53	55	57	56	55	52	49	46	+4
Otros (1)	0	0	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

Distribución del patrimonio UCITS y número UCITS en función de la política inversora. (1) Otros: Incluye fondos de fondos. Variación 2000 vs 2013: Variación del número de IIC entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Datos en porcentaje (%). Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.2014).

En el patrimonio medio UCITS destaca la renta fija en Francia[209] (50%) e Italia (56%), y la renta variable en Alemania (47%), aunque su presencia desciende (-8 puntos porcentuales), según indica el cuadro nº 83:

Cuadro nº 83

UCITS Patrimonio Política Inversora	España	Italia	Francia	Alemania	Europa
Media 2000/2013					
Monetaria y renta fija	52	56	50	35	44
Mixta	18	25	22	11	15
Renta Variable	30	19	26	47	36
Otra (1)	0	0	2	7	5
Total	100	100	100	100	100
Variación 2000 vs 2013					
Monetaria y renta fija	+9	+7	+2	-8	+6
Mixta	-1	+15	-2	+16	-1
Renta Variable	-8	-22	0	-8	-8
Otra (1)	0	0	0	0	+3
Total	100	-	-	-	-

Distribución del patrimonio UCITS en función de la política inversora. (1) Otra: Incluye fondos de fondos. Media anualizada 2000/2013: Datos en porcentaje (%). Variación 2000 vs 2013: Variación del número de IIC entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.2014).

Y en el número, las IIC de renta variable ostentan el liderazgo en Alemania (36%) e Italia (36%), aunque su disminución sea importante (-26 y -19 puntos porcentuales respectivamente), y ocupan la segunda posición en Francia (36%) detrás de las IIC de renta mixta (39%), según detalla el cuadro nº 84:

Cuadro nº 84

UCITS Número Política Inversora	España	Italia	Francia	Alemania	Europa
Media 2000/2013					
Monetaria y renta fija	34	32	23	24	26
Mixta	16	32	39	23	23
Renta Variable	50	36	36	36	42
Otra (1)	0	0	2	16	10
Total	100	100	100	100	100
Variación 2000 vs 2013					
Monetaria y renta fija	+9	-4	-6	-15	-4
Mixta	-13	+30	+3	+30	+4
Renta Variable	+4	-26	+1	-19	-7
Otra (1)	0	0	+3	+3	+7

Distribución del número UCITS en función de la política inversora. (1) Otra: Incluye fondos de fondos. Media anualizada 2000/2013: Datos en porcentaje (%). Variación 2000 vs 2013: Variación del número de fondos de inversión entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.2014).

La inversión inmobiliaria supone de media entre 2000/2013 en España prácticamente la totalidad (92%) del patrimonio en Non-UCITS. En Europa este porcentaje, aunque

[209] En Francia destaca especialmente el fuerte componente de estabilidad en las inversiones en renta fija y activos monetarios está motivado básicamente por la muy reducida remuneración de los depósitos en las entidades de crédito (Rabadán, 2011).

importante, es inferior (62%), entre otras razones, por el mayor desarrollo de los *hedge funds*[210]. El cuadro nº 85 detalla la evolución de las Non-UCITS en España:

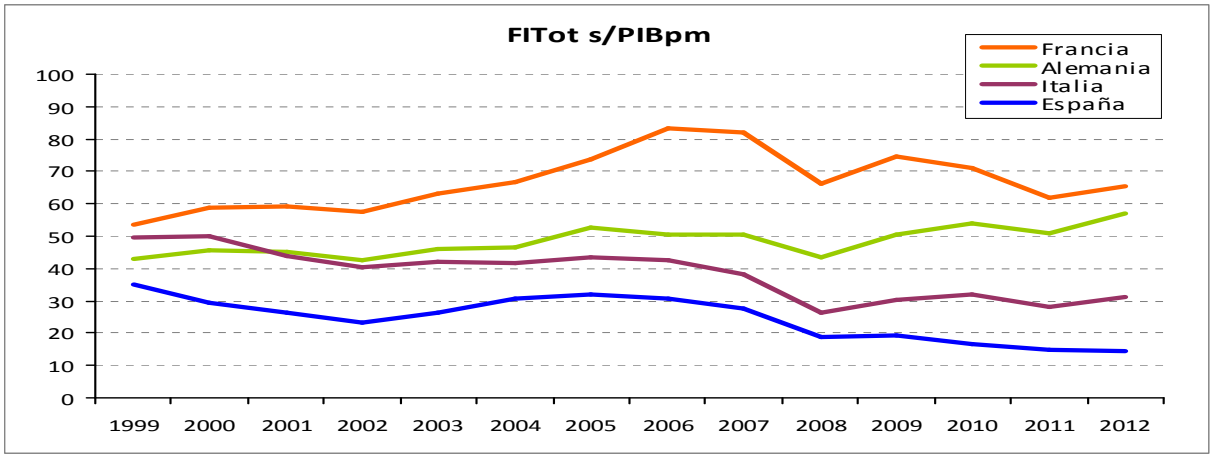
Cuadro nº 85

Política Inversora Non-UCITS España	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media 2000/2013
Patrimonio															
Inmobiliaria	100	100	100	100	100	100	100	90	88	88	86	83	80	80	92
Especial	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otra	0	0	0	0	0	0	0	10	12	12	14	17	20	20	8
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Número															
Inmobiliaria	100	100	100	100	100	100	56	21	13	13	12	10	11	11	53
Especial	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otra	0	0	0	0	0	0	44	79	87	87	88	90	89	89	47
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Distribución del patrimonio Non-UCITS y número Non-UCITS en función de la política inversora. Media anualizada 2000/2013. Datos en porcentaje (%). Fuente: EFAMA y elaboración propia (30.09.2014).

La evolución patrimonial de la industria de IIC nacionales comercializadas a clientes residentes sobre el PIBpm en las principales economías de la Eurozona presenta diferencias. Así, su tendencia es creciente en Alemania y Francia, no así en Italia, según el gráfico nº 30:

Gráfico nº 30



Patrimonio en fondos de inversión[211] de la economía nacional s/PIBpm (FITot s/PIBpm): Sumatorio de instituciones financieras y agentes económicos sobre PIBpm. Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat.

En España, la Industria presenta el peor comportamiento en su variación patrimonial (-20 puntos porcentuales) y la menor relevancia media (25%) sobre el PIBpm. En cambio, su comportamiento en la Eurozona es opuesto (+13 puntos) y su relevancia superior (48%), según indica el cuadro nº 86:

[210] Los *hedge funds* han sido dirigidos tradicionalmente hacia inversores con un elevado patrimonio y, posteriormente, también hacia inversores institucionales como son fondos de pensiones y compañías aseguradoras por su mayor libertad de inversión en comparación con las IIC tradicionales, de tal forma que pueden asumir un mayor riesgo, por ej., realizar ventas a corto, invertir en derivados con mayor flexibilidad o asumir determinados niveles de apalancamiento. Ahora bien, su mayor dinamismo en los últimos años se debe al crecimiento de las inversiones de todo tipo de inversores cualificados (Rabadán, 2011).

[211] Incluye fondos y sociedades de inversión domiciliados en los países europeos de referencia que son comercializados a clientes residentes. A lo largo de la presente Tesis nos referiremos así, salvo que se indique lo contrario.

Cuadro nº 86

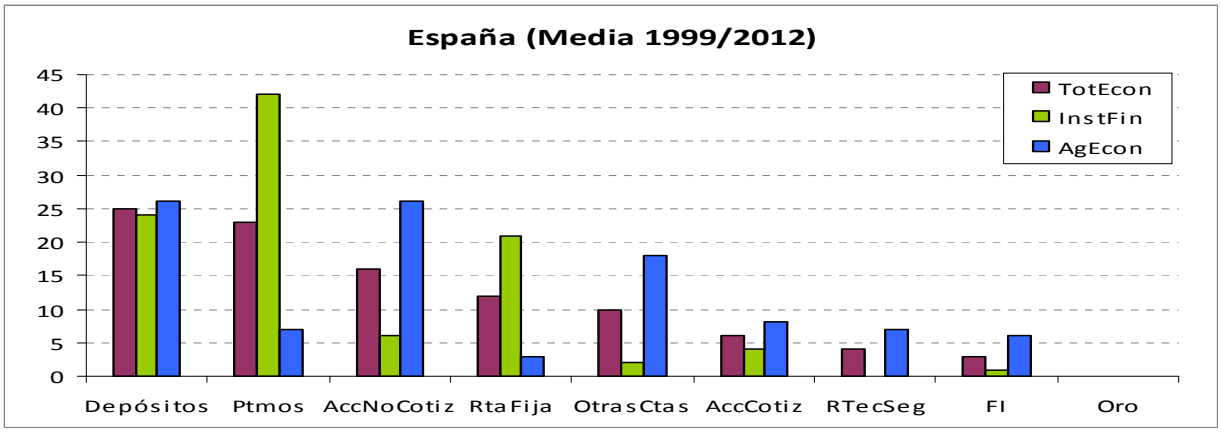
FITot s/PIBpm	España	Italia	Francia	Alemania	Eurozona
Media 1999/2012	25	38	67	48	48
Variación 1999 vs 2012	-20	-18	+11	+14	+13

Media 1999/2013: Patrimonio medio en fondos de inversión de la economía nacional sobre PIBpm medio del periodo 1999/2013 en porcentaje (%); Variaciación 1999 vs 2012: Variación patrimonial sobre PIBpm entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

El gráfico nº 31 indica el peso medio de los activos financieros en la economía española, y el cuadro nº 87 su relevancia por años. Entre ellos, destacan los depósitos[212] y los préstamos.

:

Gráfico nº 31



Economía nacional (TotEcon); Instituciones financieras (InstFin); Agentes económicos residentes (AgEcon). Depósitos s/ activos financieros (Depósitos); Préstamos s/ activos financieros (Ptmos); Acciones no cotizadas y otras participaciones s/ activos financieros (AccNoCotiz); Valores de renta fija s/ activos financieros (RtaFija); Otras cuentas a cobrar y derivados financieros s/ activos financieros (OtrasCtas); Acciones cotizadas s/ activos financieros (AccCotiz); Reservas técnicas de seguro s/ activos financieros (RTSeg); Fondos de inversión s/ activos financieros (FI); Oro y derechos especiales de giro s/ activos financieros (Oro). Media 1999/2013: Media anualizada 1999/2013. Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

Cuadro nº 87

TotEcon España	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Depósitos	25	24	23	24	23	22	23	23	24	28	27	27	26	27	+2
Ptmos	17	20	21	23	22	23	23	24	25	26	26	27	26	25	+8
AccNoCotiz	17	16	16	15	17	17	18	18	18	16	16	15	16	16	-1
RtaFija	12	10	11	11	12	11	11	9	10	12	13	13	14	15	+3
OtrasCtas	12	12	12	12	11	11	11	11	10	9	8	9	9	8	-4
AccCotiz	9	9	8	6	7	7	7	7	7	4	4	4	4	4	-5
RTecSeg	4	4	4	5	4	4	4	4	3	3	3	3	3	3	-1
FI	6	5	4	4	4	5	4	4	3	2	2	2	2	2	-4
Oro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TotActFin	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

Economía nacional (TotEcon): Sumatorio de los activos financieros de las instituciones financieras (InstFin) y los agentes económicos (AgEcon). Total activos financieros (TotActFin): Sumatorio de depósitos s/ activos financieros (Depósitos), préstamos s/ activos financieros (Ptmos), acciones no cotizadas y otras participaciones s/ activos financieros (AccNCotiz), valores de renta fija s/ activos financieros (RtaFija), reservas técnicas de seguro s/ activos financieros (RTSeg), fondos de inversión s/ activos financieros (FI), acciones cotizadas s/ activos financieros (AccCotiz), otras cuentas a cobrar y derivados financieros s/ activos financieros (OtrasCtas), y Oro y derechos especiales de giro s/ activos financieros (Oro). Datos en porcentaje (%). Variación 1999 vs 2012: Variación patrimonial entre 1999 y 2012 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

[212] Incluyen saldos en vista, depósitos transferibles y otros depósitos.

Las IIC nacionales comercializadas a clientes residentes minoran su peso relativo sobre el conjunto de los activos financieros de la economía en España. Alemania, Francia e Italia muestran un comportamiento dispar, según muestra el cuadro nº 88:

Cuadro nº 88

PatrimTotEcon FI s/ActFin	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	5	5	5	5	5	5	6	6	5	5	5	5	5	5	0
Alemania	6	6	6	6	6	6	7	6	6	5	6	7	6	7	+1
Francia	6	7	7	7	8	8	8	8	8	7	7	6	6	6	0
Italia	8	8	7	7	7	6	6	6	6	4	4	4	4	4	-4
España	6	5	4	4	4	5	4	4	3	2	2	2	2	2	-4

Patrimonio en fondos de inversión sobre activos financieros de la economía nacional (FI s/ ActFin). Datos en porcentaje (%). Variación 1999 vs 2012: Variación patrimonial entre 1999 y 2012 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

El cuadro nº 89 observa la relevancia en las instituciones financieras españolas de los préstamos, seguida por los depósitos, que aumentan su peso relativo (+3 puntos porcentuales):

Cuadro nº 89

InstFin España	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Ptmos	35	38	40	42	42	43	43	45	44	44	42	44	41	38	+3
Depósitos	24	22	20	21	20	20	22	23	26	27	26	25	26	27	+3
RtaFija	23	21	23	24	23	22	21	17	17	19	21	21	22	25	+2
AccNoCotiz	6	8	8	6	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	-1
AccCotiz	8	7	6	4	4	5	5	6	5	2	2	2	2	2	-6
OtrasCtas	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	+1
FI	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	0	0	0	-1
RTecSeg	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TotActFin	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

Instituciones financieras (InstFin). Total activos financieros (TotActFin): Sumatorio de depósitos s/ activos financieros (Depósitos), préstamos s/ activos financieros (Ptmos), acciones no cotizadas y otras participaciones s/ activos financieros (AccNCotiz), valores de renta fija s/ activos financieros (RtaFija), reservas técnicas de seguro s/ activos financieros (RTSeg), fondos de inversión s/ activos financieros (FI), acciones cotizadas s/ activos financieros (AccCotiz), otras cuentas a cobrar y derivados financieros s/ activos financieros (OtrasCtas), y Oro y derechos especiales de giro s/ activos financieros (Oro). Datos en porcentaje (%). Variación 1999 vs 2012: Variación patrimonial entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

En España, la cuota de mercado patrimonial de las IIC nacionales de las instituciones financieras en la industria de fondos de inversión crece (+3 puntos porcentuales) en menor medida que en Alemania, Francia e Italia, tal y como detalla el cuadro nº 90:

Cuadro nº 90

PatrimFI InstFin s/TotEcon	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	35	38	40	41	41	44	47	50	54	55	57	60	61	62	+27
Alemania	46	45	43	42	41	43	45	51	50	54	55	58	60	63	+17
Francia	41	47	48	48	49	52	54	56	60	56	55	56	57	58	+17
Italia	5	10	15	18	21	25	29	33	37	43	41	43	44	42	+37
España	7	13	13	13	14	16	15	15	15	14	13	12	12	10	+3

Patrimonio en fondos de inversión de las instituciones financieras sobre fondos de inversión de la economía nacional (InstFin s/ TotEcon). Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

Según el muestra cuadro nº 91, el peso de las IIC nacionales sobre los activos financieros de las instituciones financieras desciende en España y aumenta en Alemania, Francia e Italia.

Cuadro nº 91

Patrimonio InstFin FI s/ActFin	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	3	4	4	4	4	4	5	5	5	4	5	5	5	5	+2
Alemania	5	5	5	4	4	5	5	6	5	5	6	7	7	8	+3
Francia	5	7	7	7	8	8	8	9	9	7	7	7	6	6	+1
Italia	1	2	3	3	4	4	4	5	5	4	4	4	3	3	+2
España	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	0	0	0	-1

Patrimonio en fondos de inversión sobre activos financieros de las instituciones financieras (%). Variación 1999 vs 2012: Variación patrimonial entre 1999 y 2012 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

En los agentes económicos residentes españoles destaca la relevancia de las acciones no cotizadas seguida por los depósitos. No obstante, el mayor crecimiento relativo se observa en los depósitos (+9 puntos porcentuales) correspondiendo a las IIC nacionales el mayor retroceso (-7 puntos), según indica el cuadro nº 92:

Cuadro nº 92

AgEcon España	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
AccNoCotiz	25	21	23	23	26	26	28	30	30	28	27	27	28	28	+3
Depósitos	26	25	25	27	25	24	23	23	23	28	29	28	27	27	+1
OtrasCtas	20	19	19	19	18	18	18	18	18	17	16	16	16	14	-6
AccCotiz	9	11	10	8	8	8	8	9	9	6	7	6	5	6	-3
Ptmos	2	7	7	8	7	7	6	6	6	7	7	8	9	11	+9
RTecSeg	7	7	7	8	7	7	7	6	6	7	7	7	7	7	0
FI	10	7	6	6	6	7	7	6	5	4	4	4	3	3	-7
RtaFija	2	2	2	2	3	3	3	3	3	4	4	4	5	5	+3
Oro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TotActFin	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Agentes económicos residentes (AgEcon). Total activos financieros (TotActFin): Sumatorio de acciones no cotizadas y otras participaciones s/ activos financieros (AccNCotiz), depósitos s/ activos financieros (Depósitos), reservas técnicas de seguro s/ activos financieros (RTSeg), préstamos s/ activos financieros (Ptmos), otras cuentas a cobrar y derivados financieros s/ activos financieros (OtrasCtas), acciones cotizadas s/ activos financieros (AccCotiz), fondos de inversión s/ activos financieros (FI), valores de renta fija s/ activos financieros (RtaFija), oro y derechos especiales de giro s/ activos financieros (Oro). Datos en porcentaje (%). Variación 1999 vs 2012: Variación patrimonial entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

En este sentido, el peso relativo de las IIC nacionales de los agentes económicos residentes desciende en la Eurozona, siendo en España e Italia muy superior. En cambio, en Alemania y Francia se sitúan en línea con la Eurozona. El cuadro nº 93 muestra su evolución:

Cuadro nº 93

Patrimonio AgEcon FI s/ActFin	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
Eurozona	7	7	7	7	7	7	7	6	6	5	5	5	5	5	-2
Alemania	7	7	8	8	8	8	9	7	7	6	6	7	6	6	-1
Francia	7	7	7	7	8	7	7	7	6	7	7	6	6	5	-2
Italia	12	11	10	9	9	8	8	7	6	4	5	5	4	5	-7
España	10	7	6	6	6	7	7	6	5	4	4	4	3	3	-7

Patrimonio en fondos de inversión sobre activos financieros de agentes económicos residentes (%). Variación 1999 vs 2013: Variación patrimonial entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat y elaboración propia (29.07.14).

Ahora bien, los hogares españoles reducen su protagonismo en IIC nacionales a un ritmo muy superior (-10 puntos porcentuales) al que lo aumentan sus instituciones financieras (+3 puntos), siendo su peso medio en términos relativos muy superior (74% vs 13% respectivamente), según se observa en el cuadro nº 94:

Cuadro nº 94

Fondos inversión patrimonio España	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 1999 vs 2012
InstFinMon	1	2	2	2	2	4	3	3	4	3	2	2	2	1	0
AsegFPens	5	9	9	8	6	5	5	6	4	5	5	6	6	6	+1
OInstFin	1	2	2	3	7	7	6	6	7	5	5	5	4	3	+2
InstFin	**7**	**13**	**13**	**13**	**14**	**16**	**15**	**15**	**15**	**14**	**13**	**12**	**12**	**10**	**+3**
AdmPub	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SocNoFin	9	9	9	8	10	15	16	15	15	13	13	15	14	15	+7
Hog	84	78	79	79	76	70	70	70	70	73	74	72	74	74	-10
AgEcon	**93**	**87**	**87**	**87**	**86**	**84**	**85**	**85**	**85**	**86**	**87**	**88**	**88**	**90**	**-3**
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-

Instituciones financieras (InstFin): Incluye instituciones financieras monetarias (InstFinMon), compañías aseguradoras y fondos de pensiones (AsegFPens), y otras instituciones financieras (OInstFin). Agentes económicos residentes (AgEcon): Incluye administraciones públicas (AdmPub), sociedades no financieras (SocNoFin) y hogares (Hog). Patrimonio en fondos de inversión de la economía nacional (%). Variación 2000 vs 2012: Variación patrimonial entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Fuente: Eurostat, EFAMA y elaboración propia (16.09.14).

En cambio, los hogares alemanes, franceses e italianos minoran su peso relativo medio al mismo ritmo que lo aumentan sus instituciones financieras. De tal modo, su peso relativo medio, aunque muy importante, es inferior al que ostentan los hogares españoles (87%), según se observa en el cuadro nº 95:

Cuadro nº 95

Fondos inversión patrimonio	España	Italia	Francia	Alemania
Var 1999 vs 2012				
InstFinMon	0	1	0	-5
AsegFPens	1	14	9	9
OinstFin	2	22	7	13
InstFin	**3**	**37**	**17**	**17**
AdmPub	0	1	3	-1
SocNoFin	7	-2	-4	-2
Hog	-10	-36	-16	-15
AgEcon	**-3**	**-37**	**-17**	**-17**
Media 1999/2012				
InstFinMon	2	2	11	14
AsegFPens	6	11	27	32
OinstFin	5	15	16	6
InstFin	**13**	**28**	**54**	**51**
AdmPub	0	1	5	1
SocNoFin	13	2	16	9
Hog	74	69	25	38
AgEcon	**87**	**72**	**46**	**49**

Instituciones financieras (InstFin): Incluye instituciones financieras monetarias (InstFinMon), compañías aseguradoras y fondos de pensiones (AsegFPens), y otras instituciones financieras (OInstFin). Agentes económicos residentes (AgEcon): Incluye administraciones públicas (AdmPub), sociedades no financieras (SocNoFin) y hogares (Hog). Patrimonio en fondos de inversión de la economía nacional (%). Variación 2000 vs 2012: Variación patrimonial entre 2000 y 2013 en puntos porcentuales. Media 2000/2012: Media anualizada 1999/2012. Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat, EFAMA y elaboración propia (16.09.14).

El éxito de la Industria es contrastable a través del volumen de activos, el número de inversores y fondos comercializados en el mercado. Las dos primeras están referidas a la demanda y la tercera a la oferta que se pone a disposición del inversor (Torre y García, 2002).

En este sentido, analizada su evolución en España, tanto en el volumen de activos bajo gestión como en el número de IIC, conocer el número de partícipes y accionistas y su evolución, permite la adquisición de una visión más completa, puesto que son los destinatarios finales de la totalidad de la actividad de la Industria de IIC en España. Sin embargo, su número presenta, del mismo modo, una tendencia descendente, incluso con el efecto positivo de las IIC Extranjeras[213], según detalla el cuadro nº 96:

Cuadro nº 96

España Inversores	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 1999 vs 2013
FI nac	8071	7736	7507	7161	7707	7993	8569	8789	8204	6031	5566	5242	4869	4441	5061	-3010
SI nac	127	187	294	338	367	380	410	411	435	437	421	419	416	406	415	+288
IIC nac	8198	7923	7801	7499	8074	8373	8979	9200	8640	6467	5987	5661	5285	4847	5476	-2722
IIC extr	131	204	200	201	225	322	560	779	851	592	681	866	761	820	1068	+937
Total	8329	8127	8001	7699	8299	8695	9539	9979	9490	7059	6668	6527	6046	5667	6544	-1785

Inversores: Hace referencia a los partícipes en fondos de inversión y los accionistas en sociedades de inversión. Datos en miles de inversores. Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (08.01.2015).

Los fondos de inversión nacionales han perdido desde la entrada del *Euro* hasta el año 2013 más de tres millones de partícipes[214] (-37%) inclusive. En cambio, las sociedades de inversión nacionales y las IIC Extranjeras han conseguido incrementar su número de accionistas y partícipes (+288 mil y +937 mil respectivamente).

En términos generales, por tanto, la industria de IIC disminuye su presencia desde la entrada del *Euro* entre el valor total de los activos financieros de la economía nacional, y especialmente entre los agentes económicos. En este sentido, su potencial para recuperar el terreno perdido es muy amplio, y los hogares desempeñan un papel fundamental por ser el principal motor de su desarrollo en España.

[213] IIC domiciliadas en el extranjero comercializadas a clientes nacionales.

[214] Este dato hay que tomarlo con una relativa prudencia, pues un único inversor puede invertir en más de un fondo de inversión, y por tanto, su número de partícipes no es equivalente al número de inversores del mismo. De todas formas, lo indudable es que el dato, un descenso de tres millones en el número de partícipes (-37%) marca una tendencia descendente en el número de inversores en fondos, como detalla la última edición de 2011 de la *Encuesta Financiera de la Familias* (EFF) en la que sólo el 5,7% de los hogares posee fondos de inversión entre sus activos financieros, porcentaje inferior al de la primera edición de la EEF de 2002, que era del 7,2%. En la EFF de 2005 era del 8,7% y en la EFF de 2008 del 5,6%. Por tanto, los datos de las cuatro ediciones de la EFF cuadran en general con la tendencia evolutiva en el número total de inversores en IIC, ascendente hasta 2006, y descendente desde entonces, con la excepción de 2013, en que aumenta respecto a 2012, siendo el descenso en el conjunto del periodo 1999/2013 muy importante. Asimismo, la presencia de los fondos de inversión en los hogares europeos casi dobla la existente en los españoles: la única edición de la *Encuesta del Eurosistema sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares*, HSFC de 2013, indica que el porcentaje de hogares europeos que poseen fondos asciende al 11,4% frente al 5,7% indicado de los españoles.

2.2.3) SGIIC

La industria de fondos de inversión y de gestión de activos es un sector con una concentración muy elevada, y en aumento durante las últimas décadas, en algunas gestoras. Así, la multinacional de servicios *Towers Watson* observa en un estudio sobre las 500 mayores gestoras de activos del mundo[215] que las 20 mayores acumulan una cuota de mercado entre el 34,5% y el 41,0% durante el período 1999/2013, habiendo aumentado su concentración especialmente a raíz de la crisis financiera. El porcentaje de activos totales bajo gestión de las 20 mayores gestoras fue, como promedio, del 37,4% durante el periodo 1999/2007, mientras que ha ascendido al 40,1% durante el periodo 2008/2013. Este incremento de cuota se corresponde con la pérdida sufrida por las gestoras medianas y pequeñas (51-500 mayores), que han visto cómo las grandes gestoras se han hecho aún más grandes, según muestra el cuadro nº 97:

Cuadro nº 97

Activos totales 500 mayores gestoras	1999	Media 1999-2007	Media 2008-2013	2013	Variación 1999 vs 2013
20 mayores	34,5	37,4	40,1	41,0	+6,5
21-50 mayores	21,6	22,4	22,4	22,2	+0,6
51-250 mayores	37,3	34,6	32,1	31,1	-6,2
251-500 mayores	6,6	5,7	5,4	5,7	-0,9
Total	100	100	100	100	-

Activos totales de las 500 mayores gestoras del Mundo: Incluyen el patrimonio en IIC, planes de pensiones y resto de activos financieros (%). Fuente: Towers Watson (2014) y elaboración propia.

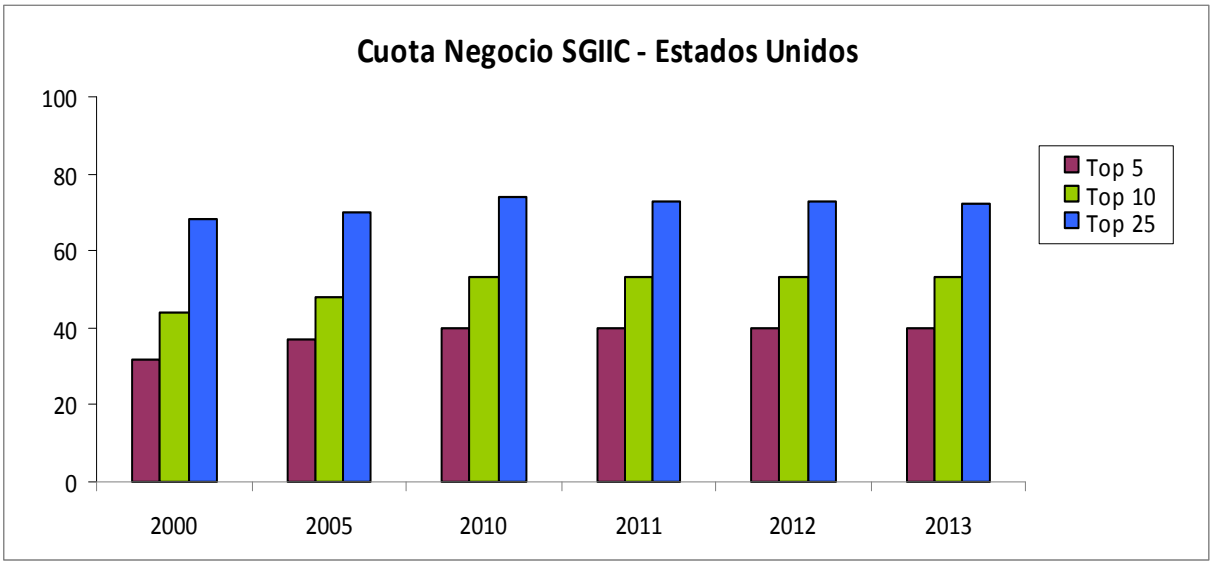
Como comentamos, esta tendencia es muy general y se da también, aunque en menor grado, en Estados Unidos en donde la concentración de su industria de IIC es ahora mayor que antes de la crisis financiera. Las cinco mayores SGIIC se incrementan su cuota de mercado en ocho puntos porcentuales, del 32% en el año 2000 hasta el 40% del año 2013. Asimismo, esta realidad se confirma cuando se observan las diez mayores SGIIC, pues aumenta en nueve puntos, del 44% en el año 2000 hasta el 53% del año 2013 (ICI, 2014).

Ochocientas firmas (*sponsors*) gestionan fondos de inversión en el mercado estadounidense, y la dinámica competitiva del mercado impide que una única SGIIC, o varias pertenecientes al mismo grupo, dominen el mercado de forma clara y continuada. Así, por ejemplo, de las veinticinco mayores SGIIC en el año 2000, únicamente trece de ellas permanecen entre las veinticinco primeras en el año 2013. El gráfico nº 32 muestra que la cuota de mercado en Estados Unidos ha crecido cuando nos referimos a las primeras 5 gestoras por tamaño de activos, siendo este crecimiento menor si ampliamos el grupo analizado hasta las 25 más grandes; en este sentido, ICI (2014) calcula el Índice *Herfindahl-Hirschman* (HHI)[216] de la Industria y acredita la ausencia de concentración.

[215] El volumen de activos que gestionan las 500 mayores sociedades gestoras de activos del Mundo a cierre del año 2013 asciende a 55,6 billones de euros, correspondiendo la mayor cuota de mercado a las sociedades gestoras norteamericanas (55%), seguidas a una gran distancia por sociedades gestoras europeas (34%), japonesas (6%) y del resto del Mundo (5%).

[216] HHI analiza los datos del total de entidades del mercado, al ser igual a la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de todas ellas, y tomar un valor máximo de 10.000 en el caso de existir monopolio. De acuerdo con el *US Department of Justice* y *The Federal Trade Commission* la concentración del mercado varía dependiendo de los siguientes niveles: menor de 100 (mercado muy competitivo); entre 100 y 1.500 (mercado

Gráfico nº 32



Patrimonio en IIC de las cinco (Top 5), diez (Top 10) y veinticinco (Top 25) de las mayores SGIIC sobre el patrimonio en IIC del conjunto de SGIIC[217] (%). Fuente: Investment Company Fact Book (2014).

El incremento de concentración de la industria de IIC en Estados Unidos está causada principalmente por las adquisiciones de SGIIC de menor tamaño realizadas por SGIIC de mayor tamaño, así como por las aportaciones netas en fondos de renta variable nacional indexados (*index domestic equity funds*), especialmente durante los ocho últimos años consecutivos[218]. Estos fondos, pertenecen en su mayor parte a las diez mayores SGIIC de la Industria. Esta situación contrasta con la de los fondos de renta variable nacional de gestión activa (*actively managed domestic equity mutual funds*) que han experimentado reembolsos netos a sus inversores. Asimismo, las aportaciones en fondos de renta fija también impulsan el volumen de activos bajo gestión de las mayores SGIIC, ya que en este subsector existe un menor número de fondos y sociedades gestoras en comparación con el de la renta variable (ICI, 2014).

En España, la industria de IIC comparte ciertas características y evolución con la estadounidense, aún siendo su tamaño mucho menor, De tal modo, presenta un número destacable de SGIIC (cerca de 100, aunque en descenso) que comercializaron 2.320 IIC armonizadas (UCITS) y no armonizadas (Non-UCITS) en el año 2013, con una fuerte competencia en el mercado para captar clientes, aunque la mayor parte del negocio se concentra en un número reducido de SGIIC, según muestra el gráfico nº 33, a pesar de la amplia oferta de IIC existente.

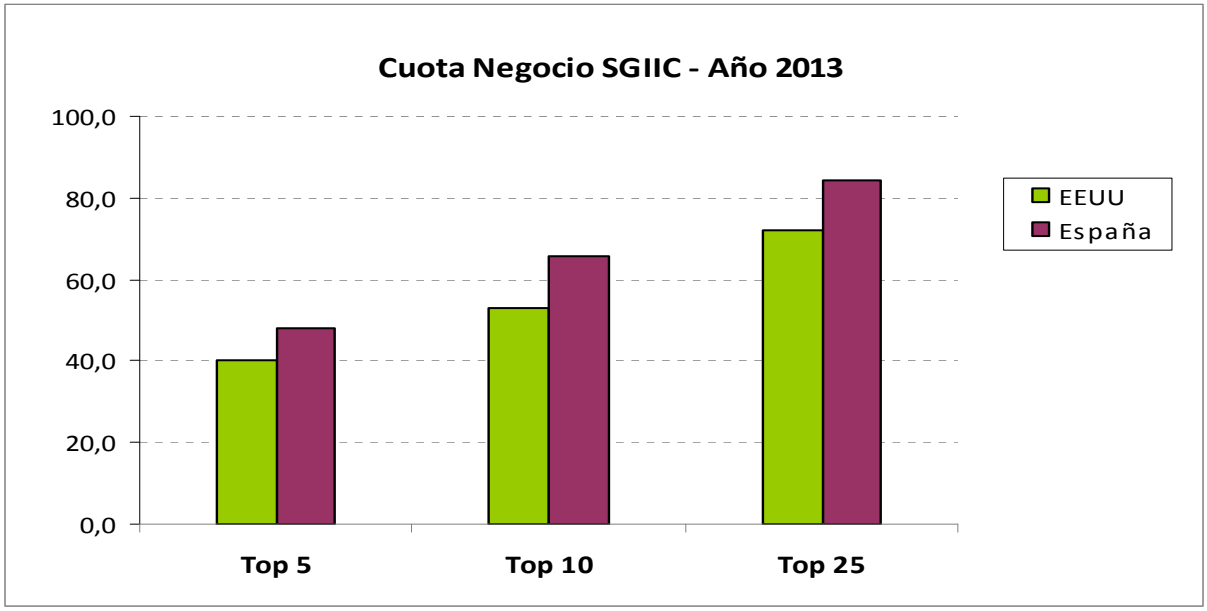
---

desconcentrado); entre 1.500 y 2.500 (mercado concentrado); y más de 2.500 (mercado altamente concentrado) (Zurita, 2014). En el año 2013 el valor de HHI en Estados Unidos asciende a 481 (ICI, 2014).

[217] Incluyen los activos financieros de los hogares en *registered investment companies* como ETF, mutual funds closed-end funds, UIT así como.*mutual funds held in employer-sponsored DC plans, IRAs,* y *variable annuities*.

[218] La mayoría de esta tipología de fondos de inversión pertenecen a las SGIIC de mayor tamaño, y su presencia sobre el conjunto de fondos de renta variable de la Industria es cada mayor desde el año 2000 en el que alcanzaba el 9,5%, aunque es a partir del 2005 cuando lo hace con mayor intensidad. De tal modo, aumenta desde el 11,5% (año 2005) hasta el 18,4% (año 2013), siendo la presencia de los fondos de renta variable entre las IIC de tipo abierto (monetarios, de renta fija, mixtos y de renta variable; fondos de fondos excluidos) realmente elevada (52%) a cierre del 2013.

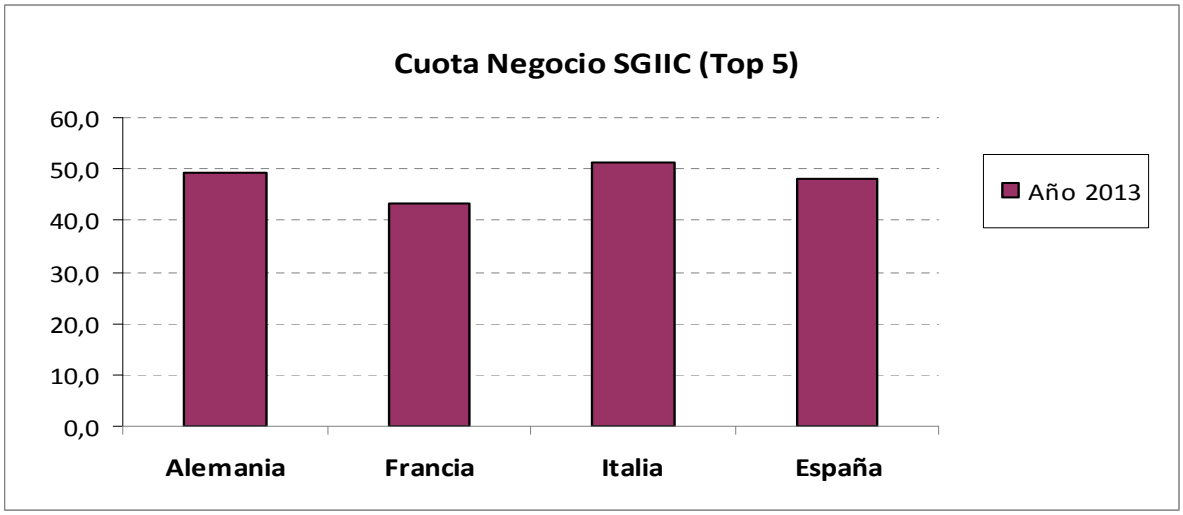
Gráfico nº 33



Estados Unidos: Patrimonio en IIC de las cinco mayores SGIIC sobre el conjunto de SGIIC (%).
España: Patrimonio UCITS y Non-UCITS de las cinco mayores SGIIC sobre el conjunto de SGIIC (%).
Fuente: Investment Company Fact Book (2014), EFAMA Fact Book (2014) y elaboración propia (27.03.15).

Las principales economías de la Eurozona tienen un comportamiento similar, salvo Francia. A cierre del año 2013 el grado de concentración de las cinco mayores SGIIC en Alemania (49,4%) e Italia (51,2%) era muy similar al de España (48,3%), no así en Francia, cuya concentración era muy inferior (43,1%), según indica el gráfico nº 34. No obstante, ciertas peculiaridades del mercado francés explican esta diferencia: el gran número de gestoras especializadas e independientes; el mayor protagonismo de los clientes institucionales (compañías aseguradoras y fondos de pensiones) en el mercado; y la preferencia de las empresas no financieras de gestionar a través de fondos de inversión monetarios sus excedentes de tesorería.

Gráfico nº 34



Patrimonio UCITS y Non-UCITS de las cinco mayores SGIIC sobre el patrimonio UCITS y Non-UCITS del conjunto de SGIIC (%). Fuente: EFAMA Fact Book (2014) y elaboración propia (27.03.15).

En general, la industria de IIC presenta en los países europeos[219] un grado de concentración superior al de Estados Unidos. Así, el promedio de concentración que presentan las cinco mayores SGIIC de las veinte economías europeas era de 45% en 2013, mientras que en Estados Unidos del 40%. Es reseñable que los líderes de cada mercado nacional europeo son en muchas ocasiones diferentes entre sí, y que hay pocas SGIIC que tengan cuotas de mercado representativas en varios países europeos. En efecto, en las principales economías de la Eurozona, ninguna SGIIC repite. La situación es diferente en Estados Unidos, en donde este mercado está mucho más integrado y no es habitual la existencia de líderes regionales que no tegan presencia en otros mercados regionales.

Asimismo, el número de SGIIC registradas en España viene reduciéndose de manera paulatina en gran medida como consecuencia del proceso de reestructuración del sistema financiero español[220] (CNMV, 2014). En Francia, en cambio, las SGIIC tienen una tendencia claramente opuesta[221], con un crecimiento muy significativo en las entidades registradas desde el año 1999.

Esta circunstancia ha contribuido a evitar un incremento de la concentración de la industria de IIC durante los últimos años. El cuadro nº 98 muestra la evolución de las SGIIC registradas:

Cuadro nº 98

SGIIC Número	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Varicación 1999 vs 2013
Francia	353	375	413	432	427	474	486	502	538	571	567	590	599	604	613	+260
España	127	124	123	124	119	116	112	114	120	120	120	123	114	105	96	-31

Fuente: España (CNMV) y Francia (L'Association Française de la Gestion financiare) (27.03.2015).

En muchos mercados europeos, las principales sociedades gestoras son filiales de entidades bancarias. El cuadro nº 99 detalla las cinco primeras SGIIC en las principales economías de la Eurozona:

Cuadro nº 99

SGIIC - Top 5	Ranking 2013	Sector
Alemania		
Allianz Global Investors Group[222]	1º	Asegurador
Universal Investment Group[223]	2º	Bancario
HSBC Trinkaus & Burkhardt Group	3º	Bancario
Deutsche Asset & Wealth Management	4º	Bancario
Deka Group	5º	Bancario

[219] Incluye el patrimonio UCITS y Non-UCITS de las cinco mayores SGIIC de las siguientes veinte economías europeas: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Eslovaquia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Italia, Liechtenstein, Noruega, Polonia, Portugal, Reino Unido y República Checa, Suecia, Suiza y Turquía EFAMA Fact Book (2014) y elaboración propia (27.03.15).

[220] El proceso de reestructuración del mapa bancario español ha supuesto una concentración progresiva del mismo desde 2007 hasta la actualidad. Así, según indica Zurita (2014), el índice *Herfindahl-Hirschman* (HHI) del setor bancario español ha pasado de un valor de 478,5 (año 2007) a 910,6 (año 2013).

[221] En Alemania se ha mantenido desde 2010 en el entorno de 300, mientras que en Italia se ha reducido desde más de 300 en 2010 a 280 en 2013. Fuente: EFAMA (Asset Management in Europe 2012; 2014).

[222] El grupo asegurador *Allianz SE* adquirió *Dresdner Bank* en 2001. En consecuencia, Allianz y Dresdner Bank combinaron sus actividades de gestión de activos mediante la creación de *Allianz Global Investors Group*.

[223] Filial de dos entidades bancarias alemanas, *Bankhaus Lampe* (50%) y *Berenberg Bank* (50%).

SGIIC - Top 5	Ranking 2013	Sector
Italia		
Gruppo Intensa Sanpaolo	1º	Bancario
Pioner Investments - Gr. UniCredit	2º	Bancario
Arc AM Holding	3º	Independiente
Gruppo Mediolanum	4º	Bancario
Grupo UBI Banca	5º	Bancario
España		
Santander AM	1º	Bancario
BBVA AM	2º	Bancario
Invercaixa Gestión	3º	Bancario
Bankinter Gº Activos	4º	Bancario
Allianz Popular AM[224]	5º	Asegurador

Ranking de las mayores SGIIC de las principales economías de la Eurozona.
Francia: Datos no disponibles en EFAMA.
Fuente: EFAMA Fact Book (2014).

El poder de mercado de las SGIIC pertenecientes a grupos bancarios está motivado por el protagonismo de las entidades bancarias en la canalización de los flujos financieros de la economía. Uno de los rasgos definitorios del sistema financiero de Europa continental, al compararlo con el estadounidense, es que los ratios de depósitos y créditos bancarios sobre PIB superan de una forma notable a los de Estados Unidos. En la Eurozona los activos bancarios suponen un 240% del PIBpm, mientras que en Estados Unidos sólo un 72%. Del mismo modo, las empresas no financieras europeas dependen del crédito bancario, que supone más la mitad de sus necesidades de financiación ajena. En Estados Unidos, los préstamos bancarios sólo suponen un 20% del total de la deuda empresarial (BCE, 2014).

Los bancos europeos se han caracterizado por ser *supermercados financieros,* que ofrecen todo tipo de servicios de inversión, financiación u otros a sus clientes, entre ellos el rentable negocio de la gestión de inversiones. El elevado tamaño de los bancos europeos les ha permitido desarrollar economías de escala en la gestión y comercialización de fondos de inversión. Por ello, la bancarización[225] de la industria de IIC en España no es sorprendente. Además, este fenómeno se ha acelerado como consecuencia de que los principales grupos bancarios nacionales hayan integrado durante los últimos años nuevas SGIIC pertenecientes a otros grupos financieros, principalmente bancarios[226], que han sido adquiridos.

Así, a cierre de 2013, los primeros veinticinco grupos financieros de la industria de IIC en España alcanzan una cuota de mercado elevada (77,4%), de los que dieciséis son grupos bancarios que acumulan un 60,4% de los activos gestionados por el sector. Entre ellos,

[224] Nueva SGIIC creada en 2011 por *Allianz SE* (60%) y *Banco Popular* (40%).
[225] Entendida como la cuota de mercado que las SGIIC pertenecientes a grupos bancarios ostentan en la Industria
[226] Este proceso de concentración bancaria que se ha vivido en España con especial intensidad durante los últimos años no ha terminado aún. En el año 2015 se está produciendo la integración de dos entidades, *CatalunyaCaixa* y *Barclays España* en los grupos *BBVA* y *CaixaBank* respectivamente, lo que reforzará el liderazgo de estas últimas en la industria de IIC. De forma inmediata, y como consecuencia directa de la absorción, la concentración del sector aumentará en prácticamente dos puntos porcentuales (+1,9%). Así, a cierre del año 2013, los activos gestionados por *Catalunya Caixa Inversión* eran mil trescientos millones de euros (cuota de negocio del 0,5%), y los de *Barclays Wealth Management* eran tres mil quinientos millones de euros (1,4% de cuota). Asimismo, *Banco Santander*, y sus socios *Warburg Pincus* y *General Atlantic*, han alcanzado un principio de acuerdo con UniCredit para fusionar sus respectivas gestoras, *Santander AM* y *Pioneer Investments*, y así crear una nueva SGIIC global líder en Europa y Latinoamérica (Banco Santander, 2015).

destacan *Santander*, *BBVA*, *CaixaBank*, según detalla el cuadro nº 100. Además, hay siete entidades independientes y dos SGIIC pertenecientes a grupos aseguradores.

Cuadro nº 100

Grupo Financiero Cuota Mercado - Año 2013	Ranking	Sector	País	FI (1)	SICAV	IIC Inmob	IIC Extranj	Total IIC (2)
Santander	1º	Bancario	España	16,6	15,6	48,6	0,6	12,9
BBVA	2º	Bancario	España	14,4	10,6	1,2	0,0	10,0
CaixaBank	3º	Bancario	España	14,0	4,0	0,0	0,0	9,0
Allianz Popular	4º	Asegurador	España	5,3	2,0	0,0	0,0	3,5
Banco Sabadell	5º	Bancario	España	4,1	5,1	20,5	0,0	3,5
Subtotal	**1º - 5º**	**-**	-	**54,4**	**37,3**	**70,4**	**0,6**	**38,9**
JP Morgan Chase	6º	Bancario	EEUU	0,1	3,6	0,0	11,3	3,4
Blackrock	7º	Independiente	EEUU	0,0	0,0	0,0	12,7	3,3
Kutxabank	8º	Bancario	España	5,0	1,0	0,0	0,0	3,2
Bankia	9º	Bancario	España	4,7	1,3	6,4	0,0	3,2
Bankinter	10º	Bancario	España	3,9	6,2	0,0	0,0	3,1
Subtotal	**6º - 10º**	**-**	**-**	**13,7**	**12,1**	**6,4**	**24,1**	**16,1**
Bestinver	11º	Independiente	España	3,3	1,4	0,0	0,0	2,2
Ibercaja	12º	Bancario	España	3,5	0,3	0,0	0,0	2,2
Credit Agricole	13º	Bancario	Francia	0,8	1,2	0,0	5,4	2,0
Deutsche Bank	14º	Bancario	Alemania	1,0	2,5	0,0	3,9	1,9
M&G Investments	15º	Independiente	Reino Unido	0,0	0,0	0,0	7,2	1,9
Banca March	16º	Bancario	España	1,0	7,8	0,0	1,0	1,7
Barclays	17º	Bancario	Reino Unido	1,7	3,1	0,0	0,0	1,4
Fidelity	18º	Independiente	EEUU	0,0	0,0	0,0	5,1	1,3
Franklin Templeton	19º	Independiente	EEUU	0,0	0,0	0,0	5,1	1,3
Mutua Madrileña	20º	Asegurador	España	2,1	0,0	0,0	0,0	1,3
Subtotal	**11º - 20º**	**-**	**-**	**13,4**	**16,3**	**0,0**	**27,7**	**17,2**
Ahorro Corporación	21º	Independiente	España	1,8	0,1	2,2	0,0	1,1
BNP Paribas	22º	Bancario	Francia	0,3	1,6	0,0	2,9	1,1
Invesco	23º	Independiente	EEUU	0,0	0,0	0,0	4,2	1,1
U.B.S.	24º	Bancario	Suiza	0,6	5,6	0,0	0,0	1,0
Crédit Suisse	25º	Bancario	Suiza	0,5	4,4	0,0	0,4	0,9
Subtotal	**21º - 25º**	**-**	**-**	**3,2**	**11,7**	**2,2**	**7,5**	**5,2**
Subtotal	**1º - 25º**	**-**	**-**	**84,7**	**77,4**	**79,0**	**59,9**	**77,4**
Resto (3)	**-**	**-**	**-**	**15,3**	**22,6**	**21,0**	**40,1**	**22,6**
Total	**-**	**-**	**-**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

Cuota de mercado por grupo financiero en la industria de IIC. (1) Fondos de inversión domiciliados en España comercializados a clientes nacionales (FI). (2) IIC y extranjeras comercializadas a clientes nacionales (Total IIC). (3) Resto de los grupos financieros adscritos y no adscritos a Inverco (Resto). Datos en porcentaje (%). Fuente: Inverco (27.03.2015).

Sin embargo, la situación es diferente si analizamos los fondos de inversión domiciliados en España y comercializados a clientes nacionales[227]. La concentración patrimonial de los

[227] Esta tipología de IIC tienen un peso realmente importante en la industria de IIC, según hemos comentado anteriormente a lo largo de la Tesis, debido a que concentran alrededor de dos terceras partes de su negocio a cierre del año 2013. Quedan excluidos los fondos inmobiliarios.

cinco principales grupos financieros se ha reducido del 61,5% en 1999 hasta el 55,4% en 2013. Las siguientes cinco SGIIC han incrementado su cuota hasta el 19,6%.

Si nos fijamos en el número de fondos comercializados en sí mismo, el porcentaje de fondos distintos que comercializan los cinco principales grupos financieros ha permanecido relativamente constante, 37,9% en 1999 vs 36,2% en 2013. Los siguientes cinco grupos han duplicado el porcentaje sobre el total de fondos comercializados, del 8,8% al 18,2%. El cuadro nº 101 detalla su evolución:

Cuadro nº 101

España – Cuota Mercado Fondos Inversión (1)	**1999**			**2013**		
Ranking Grupos Financieros	**Nombre**	**Nº**	**Patrim**	**Nombre**	**Nº**	**Patrim**
1º	BSCH	13,5	24,3	Santander	9,5	16,6
2º	BBVA	12,1	20,9	BBVA	9,2	14,4
3º	La Caixa	3,7	7,3	CaixaBank	9,2	14,1
4º	Ahorro Corporación	6,0	4,8	Allianz Popular	5,0	5,3
5º	Caja Madrid	2,7	4,2	Kutxabank	4,0	5,0
Subtotal	**Del 1º al 5º**	**37,9**	**61,5**	**Del 1º al 5º**	**36,7**	**55,4**
6º	Banco Popular	1,2	3,4	Bankia	4,7	4,7
7º	Bankinter	2,5	2,9	Banco Sabadell	4,1	4,1
8º	Banco Sabadell	1,9	2,1	Bankinter	4,2	3,9
9º	Ibercaja	1,5	2,0	Ibercaja	4,7	3,5
10º	Deutsche Bank	1,7	1,9	Bestinver	0,4	3,3
Subtotal	**Del 6º al 10º**	**8,8**	**12,4**	**Del 6º al 10º**	**18,2**	**19,6**
11º	Morgan Stanley	1,6	1,9	Unicaja	4,0	2,6
12º	Barclays	1,2	1,6	Mutua Madrileña	1,4	2,1
13º	Urquijo	2,6	1,1	Ahorro Corporación	3,0	1,8
14º	Bilbao Bizkaia Kutxa	0,6	1,1	Barclays	1,5	1,7
15º	Caja Guipuzcoa	1,0	1,1	Caja Rural	2,2	1,4
16º	Bancaja	2,2	1,0	Mapfre	1,4	1,3
17º	Caja Catalunya	1,6	1,0	Banco Madrid	3,2	1,2
18º	Mapfre	0,8	1,0	Renta 4	1,5	1,0
19º	Banco Atlántico	1,1	0,9	Deutsche Bank	1,2	1,0
20º	Caja Mediterráneo	1,5	0,8	Grupo Banca March	2,1	1,0
Subtotal	**Del 11º al 20º**	**14,3**	**11,5**	**Del 11º al 20º**	**21,4**	**15,0**
21º	Mutua Madrileña	0,4	0,8	Laboral Kutxa	1,9	0,9
22º	Caja Navarra	0,8	0,8	Credit Agricole	1,3	0,8
23º	Caja Laboral Popular	0,9	0,7	Banco Espítitu Santo	2,2	0,7
24º	Banco Zaragozano	1,5	0,7	Catalunya Caixa	1,7	0,7
25º	Caja España	1,1	0,7	UBS	1,2	0,6
Subtotal	**Del 20º al 25º**	**4,7**	**3,6**	**Del 20º al 25º**	**8,4**	**3,9**
Resto	-	**34,3**	**11,0**	-	**16,2**	**6,1**
-	**Total**	100	100	**Total**	100	100

(1) Cuota de mercado de los fondos de inversión domiciliados en España comercializados a clientes nacionales, a excepción de los fondos inmobiliarios: número (Nº) y patrimonio en gestión (Patrim). Datos en porcentaje (%). Fuente: Inverco (27.03.2015).

Por tanto, la concentración del negocio en las SGIIC de los diez mayores grupos financieros es muy evidente tanto en 1999 como en 2013 (73,9% vs 75,0%

respectivamente)[228]. Sin embargo, los dos líderes, *Santander* y *BBVA,* reducen su cuota de mercado, y en 2013 comparten su liderazgo con *CaixaBank*. Si en 1999 *La Caixa* gestionaba alrededor de un tercio del volumen de activos que gestionaban *Santander* o *BBVA*, *CaixaBank* en 2013 tenía un patrimonio muy similar a cada uno de ellos (y que se ha incrementado desde entonces). Los grupos *medianos*, que ocupan las posiciones entre la undécima y la vigesimoquinta en orden de patrimonio gestionado, aumentan su presencia en este periodo. Mientras tanto, los *pequeños*, que continúan comercializando un 16,2% del número de fondos en 2013, han reducido su cuota de mercado a la mitad.

Sin embargo, al analizar la rentabilidad anual del conjunto de fondos de inversión que comercializan los grupos financieros en España, los mejores resultados corresponden a las entidades independientes, quedando muy relegados de los primeros puestos del *ranking* los principales grupos bancarios nacionales, *BBVA*, *Santander* y *CaixaBank*. Asimismo, un resultado muy similar se observa en los 614 fondos de inversión con 15 años de historia ordenados por grupos financieros (son 54 en total) en función de la rentabilidad media alcanzada en el periodo 1998/2013, y de los 10 fondos con 15 años de historia de mayor rentabilidad media durante el mismo periodo ordenados también por grupos financieros, según afirman Fernández, Linares y Fernández Acín (2014). El cuadro nº 102 detalla el *ranking* de rentabilidad por grupo financiero:

Cuadro nº 102

Rentabilidad	Total FI 1999 (1)		Total FI 2013 (1)		FI 15 años 1998/2013 (2)		FI + rentable 1998/2013 (2)	
Ranking	**Grupo financiero**	**Sector**	**Grupo financiero**	**Sector**	**Grupo financiero**	**Sector**	**Grupo financiero**	**Sector**
1º	All Trading	Indep	Egeria	Indep	Bestinver	Indep	Bestinver	Indep
2º	CajaSur	Banca	Metagestión	Indep	Metagestión	Indep	Bestinver	Indep
3º	Caja Pamplona	Banca	Renta 4	Aseg	MutuaMadrileña	Aseg	Bestinver	Indep
4º	Merchbanc	Indep	Privat Bank-Degroof	Indep	ATL Capital	Indep	Bestinver	Indep
5º	Midland Bank	Banca	EDM Holding	Indep	EDM Holding	Indep	Santander	Banca
6º	Fineco	Indep	Bankinter	Indep	Alpha	Indep	Mutua Madrileña	Aseg
7º	UAP Ibérica	Aseg	Inversis	Indep	Gesconsult	Indep	Mediolanum	Banca
8º	Inverseguros	Aseg	ATL Capital	Indep	Gesbusa	Indep	BBVA	Banca
9º	Gama	Indep	Caja Arquitectos	Banca	Mediolanum	Banca	Santander	Banca
10º	Gestión Integral	Indep	Credit Suisse	Indep	Profit	Indep	EDM Holding	Indep

Ranking de la rentabilidad media del número total de fondos de inversión (Total FI), y de fondos con 15 años de historia domiciliados y comercializados a clientes residentes ordenados por grupos financieros. Sector independiente (Indep), bancario (banca) y asegurador (aseg). Fuente: (1) Inverco, (2) Fernández, Linares y Fernández Acín (2014), y elaboración propia (15.07.2015).

Estos resultados podrían indicar la contradicción existente entre la elevada cuota de mercado del sector bancario en la Industria frente a la reducida de las entidades independientes.

Recientemente, y como respuesta a la situación actual de tipos de interés ultrabajos, incluso hasta negativos, las entidades bancarias han tomado como decisión estratégica

[228] En España, la concentración del conjunto del sector, IIC nacionales y extranjeras, presenta en 2013 un valor en el índice *Herfindahl-Hirschman* (HHI) de 493,3, ligeramente superior al alcanzado en Estados Unidos (481) ya indicado anteriormente. En cambio, si nos fijamos exclusivamente en el mercado de fondos de inversión domiciliados en España comercializados a clientes nacionales (excluidos los fondos inmobiliarios) el número índice HHI es muy superior, 845,4 (año 2013), aunque se reduce desde el valor de 1.174,3 (año 1999) por la pérdida de cuota de mercado de los dos principales líderes del sector hasta 2013, Santander y BBVA.

mejorar sus márgenes con las comisiones que aplican sus SGIIC, con lo que sus redes han intensificado la actividad comercializadora en fondos de inversión entre sus clientes minoristas. En concecuencia, en la consolidación del sector bancario, las entidades absorbentes se han interesado por las SGIIC de las entidades absorbidas, y las estrategias corporativas han considerado que no es un mal negocio incorporar las SGIIC que traían consigo las entidades bancarias adquiridas (Abril, 2015). Esta estrategia refuerza actualmente todavía más el grado de concentración de la industria de fondos de inversión en España.

Una explicación de que el mercado español de fondos de inversión tenga un grado de concentración elevado en SGIIC que pertenecen a grupos bancarios puede ser también el efecto *solvencia* y/o *reputación*[229]. Contreras (1993 evidencia que las vinculadas a grupos bancarios ofrecen en sus fondos como imagen de marca la del grupo bancario al que pertenecen, y Marco (2003, 2007) encuentra que el mayor tamaño de una SGIIC se identifica con mayor seguridad y menor coste para los inversores, por lo que tienden a canalizar sus ahorros a través de SGIIC que pertenecen a los grandes grupos bancarios nacionales en lugar de hacerlo mediante gestoras independientes, con lo que se pone de manifiesto la importancia de la confianza del inversor en la imagen de marca del propio grupo financiero (Marco, 2003). De este modo, López y Novoa (2007) indicaban en su momento que *"el desarrollo del sector desde una óptica cuantitativa es extraordinario con la creación de numerosos fondos de inversión, la constitución de sociedades gestoras y la presencia de distintas entidades comercializadoras"*. Sin embargo, estos autores señalan también que la competencia del sector es más bien aparente, por su concentración en un número muy reducido de grupos financieros. Como hemos visto anteriormente, esta afirmación sigue siendo válida en la actualidad.

Cambón y Losada (2012) apuntan a la existencia de efectos cruzados de demanda relacionados con la variedad de fondos que ofrecen las gestoras en España, tanto en el mercado mayorista como en el minorista con lo que las SGIIC pueden diferenciar su oferta con respecto a sus competidores y aumentar su cuota de mercado en términos relativos aumentando esta variedad. La intensidad de sus efectos cruzados es superior en el mercado de fondos destinado a los inversores minoristas, y además, en este mercado, a igualdad de oferta de fondos, las SGIIC pertenecientes a grupos bancarios disfrutan de una mayor cuota de mercado, con lo que la demanda de sus productos no parece verse afectada negativamente por el aumento en las comisiones que cargan. Todo ello pone de manifiesto la fuerte vinculación entre las entidades de crédito y sus inversores minoristas instrumentalizada a través de sus redes comercializadoras. Cuando se comparan estos resultados con el trabajo de Gavazza (2011) para el mercado de Estados Unidos, el incremento en la cuota de mercado de una SGIIC por aumentar su gama de productos ofrecidos es notablemente superior en España tanto para el segmento de fondos minorista como para el mayorista. Esta diferencia es especialmente relevante en el mercado de fondos mayorista de Estados Unidos, donde no se encontró evidencia de dichos efectos cruzados. La mayor importancia de las empresas en el segmento mayorista de fondos en España, al invertir fundamentalmente en productos

[229] La *incertidumbre* sobre las SGIIC es otro condicionante que influye sobre la solvencia o la reputación de la SGIIC y/o del grupo financiero al que pertenezca. Como los inversores, en términos generales, prefieren no "tener sorpresas" con su dinero, las SGIIC sujetas a ella por uno u otro motivo, suelen tener que soportar en mayor medida reembolsos de sus clientes. En el año 2014 destacan dos ejemplos: *Espirito Santo Gestión*, como consecuencia de los problemas financieros del grupo bancario *Banco Espirito Santo*, y *Barclays Wealth Management*, cuando su matriz *Barclays Bank* comunicó el incio de su proceso de venta de su negocio bancario en España, con lo que quedaron truncadas sus respectivas trayectorias de crecimiento hasta el momento.

conservadores y compartir algunos patrones de comportamiento con los inversores minoristas, justifica este resultado. Asimismo, las características de una gran parte de la demanda de fondos, minorista y mayorista de perfil conservador, podrían suponer que la competencia de precios fuera limitada, lo que supone una posible explicación de la aparente paradoja de la presencia de fondos con comisiones mayores y rentabilidades inferiores, según Cambón (2011) para el caso español, y Gil-Bazo y Ruiz-Verdú (2009) para el caso de Estados Unidos. El grado de concentración de las SGIIC en el mercado mayorista de fondos en España es similar al del su segmento minorista, y que podría venir determinado por el propio mercado de fondos conservadores. Ese tipo de fondos está dominado por las SGIIC pertenecientes a grupos bancarios, mientras que en el mercado de fondos de renta variable y mixta, la presencia de fondos de las gestoras independientes es mucho más importante.

Del mismo modo, Cambón y Losada (2012) indican que cuanto más amplio sea el catálogo de fondos de una SGIIC, más variedad y mayor facilidad tienen los inversores minoristas para no tener que recurrir a fondos de otra SGIIC, debido a que tienden a realizar sus inversiones a través de una única SGIIC, normalmente perteneciente al grupo bancario donde tienen sus productos financieros, aunque no sea el fondo elegido el óptimo y exista otro en el mercado más adecuado para su perfil de inversión, lo que conduce a las SGIIC a ofrecer un gran número de fondos con comisiones relativamente altas. En cambio, los inversores mayoristas tienen un conocimiento financiero superior a los minoristas, lo que les permite comparar fondos en el mercado para comprobar el que mejor se adecúa a su perfil de inversión, y conseguir mayores rentabilidades con menores comisiones, no siendo, por lo tanto, su grado de fidelización a una SGIIC determinada tan elevado como entre los minoristas.

Asimismo, Khorana y Servaes (2012) indican para el mercado de Estados Unidos que el ampliar su gama de productos y el aplicar honorarios reducidos permiten a la SGIIC crecer en cuota de mercado, por lo que compiten, además de en precio, también en innovación financiera.

Asimismo, la edad de un fondo y su cuota de mercado muestran una relación positiva, es decir, los fondos más antiguos presentan una mayor cuota de mercado, según Cambón y Losada (2012). De los 54 grupos financieros identificados por Fernández, Linares y Fernández Acín (2014) que comercializan fondos con 15 años de historia en España, la mayoría de ellos corresponden, como no podría ser de otra forma, a grupos bancarios (32), que representan el 77,4% de su número total; y el resto a gestoras independientes (16) y compañías aseguradoras (6) con 84 y 55 fondos respectivamente.

A pesar del predominio de los grupos bancarios en la Industria, algunas gestoras independientes han tenido gran éxito durante los últimos años. Un ejemplo ha sido *Bestinver*, que con una oferta de sólo nueve fondos a cierre del año 2013, su cuota de negocio ha crecido más de tres puntos entre 1999/2013, gracias, entre otras razones, al haber situado cuatro de ellos en los primeros puestos del *ranking* de rentabilidad del conjunto de los 614 fondos con 15 años de historia del mercado español.

El cuadro nº 103 muestra los diez primeros grupos financieros que comercializan fondos con 15 años de historia, la gran mayoría bancarios (8 de 10):

Cuadro nº 103

Fondos de inversión con 15 años de historia 1998/2013		
Grupo financiero	**Sector**	**Número**
BBVA	Bancario	48
Santander	Bancario	46
Bankinter	Bancario	37
Bankia	Bancario	34
Banco Sabadell	Bancario	29
Banco Espirito Santo	Bancario	23
Ahorro Corporación	Independiente	23
Allianz Popular	Asegurador	22
Kutxabank	Bancaria	19
IberCaja	Bancario	19
Resto grupos	-	300
Total	-	**614**

Fuente: Fernández, Linares y Fernández Acín (2014)

La concentración de la Industria en España se ha reforzado en mayor medida con la estrategia de crecimiento del sector bancario basada en la proximidad al cliente de su red comercial de la década anterior a la crisis financiera, y que ha supuesto un número de habitantes por sucursal considerablemente superior al que presentan otras economías avanzadas como, por ejemplo, Estados Unidos o Reino Unido. Como el principal canal de comercialización de las SGIIC pertenecientes a grupos bancarios es la red de sucursales del grupo[230], cabría esperar que los inversores se beneficiasen de economías de escala. Sin embargo, las comisiones de comercialización no reflejan necesariamente esta circunstancia, sobre todo, por los propios factores que limitan su movilidad como los costes de cambio de proveedor, los costes de búsqueda o la formación financiera, entre otros. Cabe señalar que el margen[231] de las SGIIC integradas en grupos bancarios no seria el adecuado si incluye la contabilización de gastos de comercialización entre sus gastos. Por lo tanto, los costes asumidos en función de sus ingresos son pequeños, y en todo caso, inferiores a los que soportan las gestoras independientes. De igual modo, las comisiones que cargan a los inversores minoristas son superiores a los mayoristas, siendo las SGIIC pertenecientes a grupos bancarios capaces de cargar mayores comisiones a sus clientes que las gestoras independientes (Cambón y Losada, 2012).

Al analizar el impacto de las IIC en la cuenta de resultados de los grupos bancarios, debemos considerar algunos factores adicionales a los propios costes e ingresos de la actividad de gestión y comercialización de fondos de inversión.

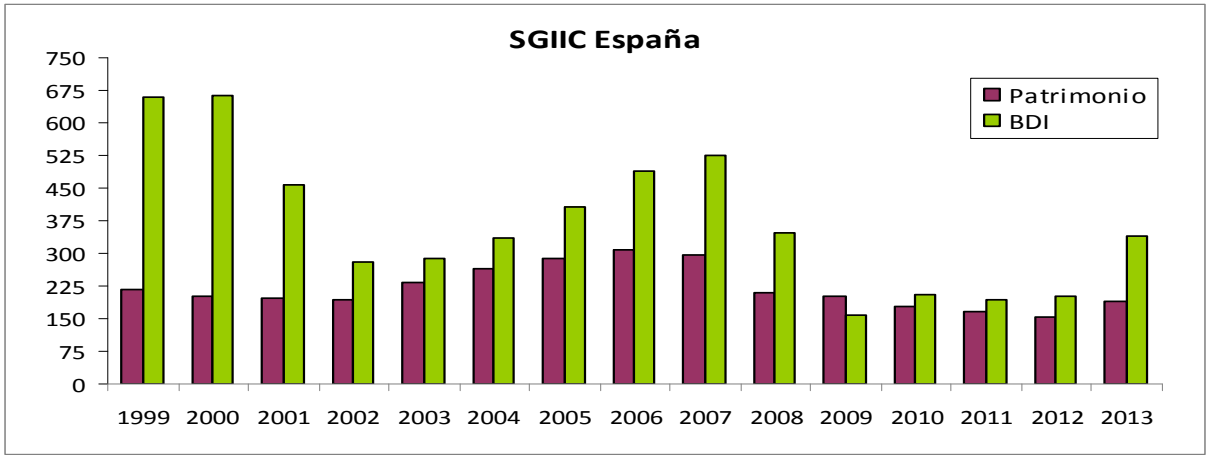
Entre ellos, destacan la variación en la remuneración de los pasivos bancarios, al haberse sustituido los depósitos minoristas baratos por otras vías de financiación más caras como consecuencia de haber derivado parte de los ahorros de los particulares hacia fondos de inversión, y la posible reducción del crédito bancario total con respecto a su potencial, al

[230] Este es el caso principalmente de los grupos bancarios nacionales, dado que los grupos financieros internacionales, cuando no disponen de una red comercial extensa, suelen distribuir sus productos mediante acuerdos de colaboración firmados con grupos financieros nacionales.

[231] Entendido como el ratio de los ingresos netos de gastos sobre ingresos brutos.

haber aumentado de forma significativa una vía alternativa de financiación empresarial (Lassala, 1996).

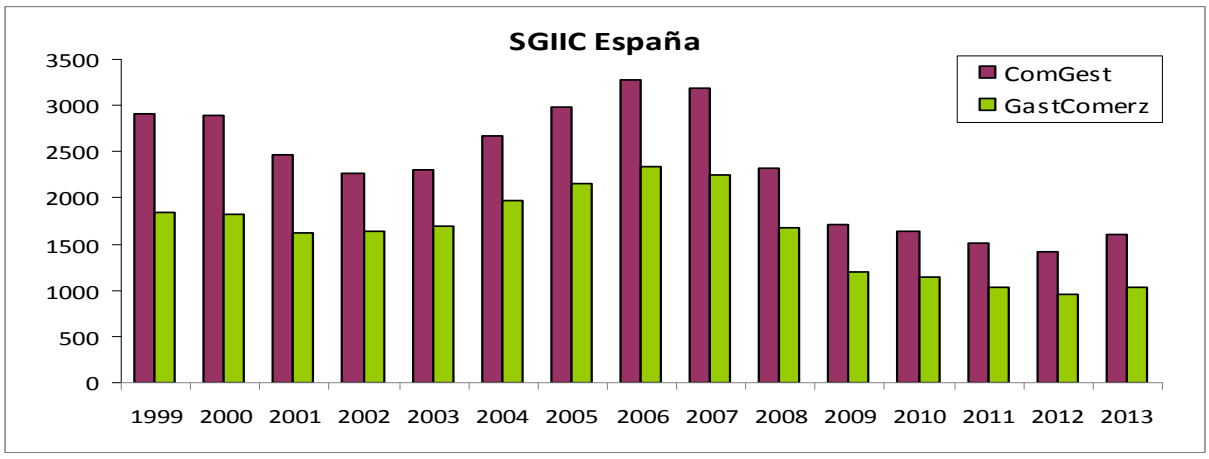
Gráfico nº 35



Patrimonio bajo gestión de las SGIIC: Datos en miles de millones de euros corrientes. Beneficio después de impuestos de las SGIIC (BDI): Datos en millones de euros corrientes. Fuente: CNMV (01.12.2014).

Según se observa en el gráfico nº 35, los principales rasgos de la competencia de las SGIIC radican en que sus beneficios dependen de los activos gestionados y, por extensión, del ciclo económico. No todos sus componentes de ingresos y gastos varían en línea con las oscilaciones del patrimonio gestionado. En efecto, los costes de las SGIIC muestran en el gráfico nº 36 una tendencia prácticamente invariable en el tiempo, excepto en sus costes de comercialización que dependen del patrimonio bajo gestión. Además, el número medio anual de sociedades gestoras que comenzaron a operar en el sector mantiene una coherencia con las predicciones de Schmalensee (1978), y Shaked y Sutton (1990)[232] que apuntaban que la entrada de nuevas empresas en industrias en las que existen empresas que ofrecen una amplia variedad de productos es muy limitada (Cambón y Losada, 2012).

Gráfico nº 36



Comisiones de gestión de IIC percibidas por SGIIC. Gastos de comercialización de IIC satisfechas por SGIIC. Datos en millones de euros corrientes. Fuente: CNMV (01.12.2014).

[232] Schmalensee, R. (1978): "Entry deterrence in the ready-to-eat breakfast cereal industry", *Bell Journal of Economics*, 9, págs. 305-327; Shaked, A. y J. Sutton (1990): "Product differentiation and industrial structure", *Journal of Industrial Economics*, 36, págs. 131-146.

Las SGIIC minoran sus ingresos en España porque las comisiones de gestión percibidas se reducen de una forma evidente. En los momentos de crisis, la propia composición de las carteras agudiza esta tendencia por ser más conservadora que en fases expansivas de la economía. Sin embargo, las comisiones satisfechas en la comercialización de fondos de inversión disminuyen en menor medida. En consecuencia, su resultado después de impuestos presenta una tendencia descendente. Por tanto, la recuperación del patrimonio bajo gestión genera una mejoría en su cuenta de resultados y la reducción del número de SGIIC en pérdidas (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2013). El cuadro nº 104 detalla el número de sociedades gestoras que presentan en España pérdidas en su cuenta de resultados:

Cuadro nº 104

SGIIC España	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Varicación 1999 vs 2013
En pérdidas	14	17	20	31	23	17	16	12	19	34	31	34	32	28	11	-3

Datos en unidades. Fuente: CNMV (01.12.2014).

En España, la crisis del sector entre 2006/2012 minora el patrimonio y, por tanto, los ingresos por comisiones de las gestoras. A partir de entonces, ambas variables están mejorando y las gestoras están aprovechando, especialmente en 2014, este boom de los fondos de inversión para incrementar el volumen facturado y las comisiones percibidas. De este modo, las comisiones generadas por todos los conceptos aumentan (+27,1%) con respecto al año 2013 al igual que, dentro de ellas, las comisiones específicas de gestión (+25,7%). A pesar de su fuerte crecimiento, la cifra no alcanza los 2.200 millones de euros para el conjunto del sector nacional, cuando en 2006 superaba los 3.375 millones, según la CNMV. De todas formas, 2014 es un año para enmarcar, con unas suscripciones netas históricas (+35.573 millones de euros) que le convierten en el segundo mejor ejercicio, sólo por detrás de 1997. Ahora bien, no todas las gestoras aumentan por igual el nivel de sus ingresos por comisiones, aunque la gran mayoría de las veinte gestoras de mayor tamaño aumenta sus ingresos. Solamente dos de ellas no lo han hecho aunque por razones bien distintas. Mientras *Ahorro Corporación* sufre caídas de patrimonio y no se encuentra en su mejor momento para intensificar su agresividad en los cobros por las incertidumbres que rodean a la entidad[233], *Mutuactivos* aumenta su patrimonio (+25,7%) pero se minoran sus comisiones (-4,5%), dado que su política está ligada a lo que sucede en el mercado: si los ahorradores obtienen mayores beneficios, sus ingresos por comisiones suben, y si las rentabilidades son menores, los partícipes pagan menores comisiones. Las restantes dieciocho gestoras no aumentan sólo su facturación por el efecto del incremento patrimonial y de clientes con pequeñas participaciones[234], sino porque suben la cuantía de sus comisiones y consiguen también vender fondos más caros (Abril, 2015).

Ahora bien, el futuro entorno cada vez más competitivo complica la supervivencia de las gestoras denominadas *pequeñas* sin un producto diferenciado exclusivamente desde un criterio de viabilidad económica (Fundación Inverco, 2010). Sin embargo, según Huete

[233] Los distribuidores de los fondos de inversión gestionados por *Ahorro Corporación*, principalmente Cajas de Ahorros, han venido dirigiendo sus ventas hacia los productos de sus propias SGIIC. Así ha ocurrido, por ejemplo, con los fondos que bajo su batuta comercializaban *Caja de Ávila* o *Caja Segovia*, entre otras, que han pasado a vender en sus sucursales productos de Bankia Fondos (Cinco Días, 02.10.2014). Asimismo, el 19 de noviembre de 2014 *ABANCA* ha formalizado la adquisición al *Grupo Ahorro Corporación* del 61% del capital de la gestora de fondos *AC Gestión*. A esta desinversión se suma la venta del 50% de la gestora de fondos de titulización de activos *AyT* a *Haya RE*, según la información de la web corporativa de Ahorro Corporación.

[234] El incremento del número de clientes de este tipo implican mayores ingresos, debido a que las comisiones medias descienden a medida que se incrementa el patrimonio por persona.

(2014), la *revolución digital* conducirá en menos tiempo de que parece a un panorama radicalmente diferente, aún cuando las altas barreras de entrada y las fortísimas redes de distribución existentes en el sector siguen siendo todavía unos lastres demasiado poderosos. No obstante, la III Encuesta de Fondos de Inversión del Observatorio Inverco indica que la mayoría de inversores para contratar fondos de inversión acude a la red de oficinas bancarias. Así, según las sociedades gestoras, el 77% de las contrataciones se realizan por esta vía, aunque seguidas cada vez más de cerca por la web y la banca teléfónica.

En definitiva, la mejora en la cuenta de resultados de las SGIIC proviene fundamentalmente del incremento del patrimonio que gestionan. Por tanto, establecer como estrategia la dinamización de la canalización del ahorro de los agentes económicos hacia fondos de inversión resulta verdaderamente prioritario.

2.3) Determinantes

"Los fondos de inversión son preferidos por diferentes tipos de inversores por muchas razones distintas", según afirma Glenn[235] (ICI, 2000).

Siguiendo a Rabadán (2011), a nivel mundial, la preferencia estructural de los promotores, los distribuidores y los ahorradores por la Industria se evidencia por su conexión con el ahorro-previsión, su transparencia, su flexibilidad, su amplia oferta de productos financieros, y su elevada capacidad de adaptación a las circunstancias cambiantes de los mercados financieros desde posiciones más conservadoras o de menor riesgo hacia posiciones más agresivas. Sin embargo, en España, la Industria está sometida más intensamente a factores conyunturales como son la fiscalidad, los tipos de interés y/o, en menor medida, el comportamiento de los mercados bursátiles, precisamente por el carácter especialmente conservador de los ahorradores e inversores y la concentración de la distribución de los productos financieros entre las entidades bancarias (Rabadán, 2011). Asimismo, el avance legislativo, la fiscalidad y el desembarco de SGIIC extranjeras, y con ellas, la llegada del *saber hacer*, son factores que favorecen el desarrollo de la Industria de IIC en España (Deloitte, 2010).

El estudio de los factores de mayor influencia en el desarrollo de la Industria resulta de interés, puesto que en España ha colaborado en la consolidación de la modernización de los mercados financieros, modificación de la composición de los flujos financieros, las estructuras de las entidades financieras y los mercados de valores, incluso también en los hábitos de las familias en la remuneración de sus ahorros: obtención de plusvalías frente al cobro de rentas periódicas (Marco, 2003).

Más allá de su importancia cuantitativa, la inversión colectiva tiene un papel cualitativo muy importante, al ser el principal vehículo de participación del inversor individual en los mercados de capitales. De esta forma, dota de una mayor profundidad y liquidez a los mercados, y permite al pequeño ahorrador beneficiarse de ventajas de invertir en estos mercados y obtener los beneficios de la gestión de cartera profesionalizada, y con unas posibilidades muy superiores de diversificar su inversión, según afirma Solves[236] (Fundación Inverco, 2007).

En efecto, la inversión colectiva en España ha conseguido canalizar parte del ahorro familiar en los últimos 25 años, especialmente la inversión de carácter financiero. En sus primeros años los fondos de inversión tuvieron poca aceptación en la sociedad española cuasado por el desconocimiento del producto y la desconfianza que ello suponía. La publicidad que hizo el Estado sobre los *fondtesoro*s para captar financiación permitió que empezaran a conocerse en mayor medida, circunstancia que aprovecharon las entidades bancarias para su comercialización (Bravo, 2015).

Aunque las variables financieras puedan ser las más relevantes, no son suficientes para explicar las decisiones de demanda de los inversores, que se formalizan de manera más compleja con la consideración de otros factores como, por ejemplo, la reputación de la soiedad gestora, las calificaciones en publicaciones especializadas, las recomendaciones de

[235] Terry K. Glenn ocupó el cargo de Presidente del Investment Company Institute entre 2000 y 2001.
[236] Pedro Solves ha sido Ministro de Economía y de Hacienda de España entre 2004/2009.

amigos, los avances tecnológicos o los mecanismos de distribución (Capon, Fitzsimons y Prince, 1996). En efecto, no sólo los factores de índole financiero influyen en el comportamiento de los inversores, dado que consideran en sus decisiones de demanda otros argumentos que escapan al binomio rentabilidad-riesgo (Torre y García, 2002), teniendo presente que motivos psicológicos, sesgos de información o fricciones de los mercados financieros pueden explicar, por tanto, posibles contradicciones de sus decisiones financieras, según Ippolito (1992), Gruber (1996), Goetzman y Peles (1997), y Sirri y Tufano (1998).

Por lo tanto, en la elección del inversor, además de la rentabilidad, existen diversos factores, bien estructurales o bien conyunturales, que influyen en el desarrollo de la industria de fondos de inversión, especialmente en España.

2.3.1) Desintermediación financiera y política comercial de las entidades de crédito

El sistema financiero de cualquier país está compuesto por el conjunto de instituciones, instrumentos y mercados que buscan facilitar el flujo de fondos desde las unidades económicas excedentarias hacia las deficitarias, y su función principal consiste, en primer lugar, en garantizar una asignación eficaz de los recursos financieros, proporcionando al sistema económico (economía real) los recursos financieros que precisa en volumen, naturaleza, plazos y costes, y en segundo lugar, contribuir al logro de una estabilidad monetaria y financiera, pemitiendo el desarrollo de una política monetaria activa por parte de la autoridad monetaria.

De esta manera, actúa como motor de la generación de renta y riqueza, y posibilita la producción, distribución y consumo de bienes y servicios. Es más, cuando funciona correctamente no se limita únicamente a canalizar los excedentes de recursos, sino que contribuye a la generación de un mayor ahorro que se destina a la financiación de actividades productivas.

Asimismo, se relaciona también con los sistemas financieros de otros países, siendo su grado de dependencia internacional elevado como consecuencia de la globalidad de la actividad financiera. La principal misión del sistema financiero internacional es garantizar que los flujos de fondos sean seguros, líquidos y rápidos, y por supuesto que se efectúen a un precio razonable.

Por tanto, el papel que desempeña el sistema financiero es fundamental en el funcionamiento y desarrollo de la economía. En definitiva, para Casas (2003) el sistema financiero es un factor de propulsión del ahorro, además de asignar eficazmente recursos entre oferentes y demandante.

Ahora bien, la importancia del sector de inversión colectiva a nivel macroeconómico también es muy apreciable, ya que da la medida de la eficacia de la inversión nacional y puede hacer más fluidos los circuitos ahorro-inversión de un país. En efecto, la aptitud de los gestores de IIC determina la eficiencia de un país en la canalización del ahorro hacia las oportunidades de inversión socialmente más rentables. La relevancia de este sector en el sistema financiero hace que su funcionamiento eficiente contribuya a dinamizar el ciclo ahorro-inversión. Este último extremo es especialmente importante en España, pues se enfrenta a un importante problema de productividad, y cuya solución requiere entre otras condiciones de un intenso flujo inversor. Esta situación hace que sea necesario un sistema financiero eficiente, que encauce de forma adecuada el ahorro hacia la inversión, tanto en el segmento de intermediación bancaria como en el segmento desintermediado, relacionado con los mercados de capitales, según sostiene Solves (Fundación Inverco, 2007).

El negocio bancario tradicional está basado principalmente en la intermediación financiera, esto es, en la canalización de los fondos obtenidos a través de depósitos y operaciones similares hacia la concesión de créditos, con lo que el *margen de intermediación* de las entidades de crédito se genera como la diferencia entre los intereses cobrados y pagados. Sin embargo, el estrechamiento de márgenes conduce a que la *mediación financiera* cobre una mayor importancia con respecto al negocio tradicional.

Lassala (1996) considera que la fuerte competencia por la captación de recursos en el sector bancario, que ocasiona una reducción sustancial del margen de intermediación, favorece la búsqueda de vías de negocio alternativas;

Del mismo modo, Coronado (2003) indica que el descenso en los tipos de interés, la entrada de nuevos competidores en el sector bancario, y la reducción de sus márgenes de intermediación conducen a las entidades de crédito hacia la búsqueda de nuevas fuentes de financiación distintas a las tradicionales en las que actuar como comisionistas.

Desde 2003 hasta 2007 el margen de intermediación de las entidades de crédito ha continuado presionado, pero el incremento de los saldos vivos de los préstamos y créditos de los hogares atemperaba su tendencia descendente, fruto de las políticas de financiación expansivas del sector que aumentaba su beneficio en cada ejercicio, y del incremento de los principales tipos interbancarios de referencia, por ejemplo *Eonia*, que permitía aumentar su margen con relación a los saldos en vista de hogares y sociedades no financieras. Posteriormente, con la crisis económica y financiera de 2007, el margen del sector se perjudica en mayor medida: la remuneración de los depósitos de hogares y sociedades no financieras superaban abiertamente, por ejemplo, al índice de referencia *Euribor 12M*[237] y el *gap* de saldos vivos de préstamos y créditos, y depósitos de hogares y sociedades no financieras disminuye de manera evidente con respecto al periodo anterior, por la menor actividad crediticia en la concesión de nuevas operaciones de financiación.

El cuadro nº 105 detalla esta evolución por diferencias tanto en hogares como en sociedades no financieras, diferenciándose claramente las dos estapas indicadas: 2003/2007 vs 2008/2013:

[237] La publicación Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito tenía entre sus objetivos acabar con los *superdepósitos* en la *guerra del* pasivo que perjudicaban de forma evidente los márgenes del sector financiero español, contemplando un nuevo régimen de aportación adicional al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) de las entidades que remuneren excesivamente sus depósitos tanto a plazo como a la vista. Sin embargo, sólo algunas de las entidades la respetaron, mientras que otras seguían aplicando grandes intereses a sus depósitos. Por tanto, esta medida no sólo no cumplió con su objetivo de conseguir que los bancos dejen de comercializar *superdepósitos*, sino que además ha tenido algunos efectos contraproducentes: La proliferación de productos exentos de esta regulación, como los *pagarés* bancarios, que ofrecían en términos generales una mayor rentabilidad que los depósitos, eran más inseguros por no estar respaldados por el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD); y los bancos extranjeros (principalmente, *ING Direct Bank* y *Banco Espirito Santo*) no estaban sujetos a esta ley, con lo no tenían que soportar estas penalizaciones, que les favorecía para presentar mejores ofertas de remuneración. No obstante, la derogación de este Real Decreto 771/20111 con el Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, supuso un recrudecimiento de la *guerra del pasivo*, de nuevo centrada en los depósitos, mientras que los *pagarés* pasaban a un segundo plano. Ahora bien, el Banco de España recomienda a las entidades financieras nacionales que rebajen la remuneración que ofrecen por los depósitos y no prosigan con la *guerra del pasivo*, aunque no establece una penalización automática e indiscriminada para aquellas entidades que superan los límites que establece orientativamente, sino que estudia cada caso; en caso contrario, podría suponer limitar la libre competencia de cara al ofrecimiento de sus servicios, con lo que estudiaría qué hacer en cada caso. En este sentido, la *III Encuesta de Fondos de Inversión* (Observatorio Inverco, 2013) indica que casi la totalidad de SGIIC, que representan el 75% del patrimonio total invertido en fondos de inversión, consideran que la recomendación del Banco de España de limitar la rentabilidad de los depósitos es positiva o muy positiva para la comercialización de fondos de inversión.

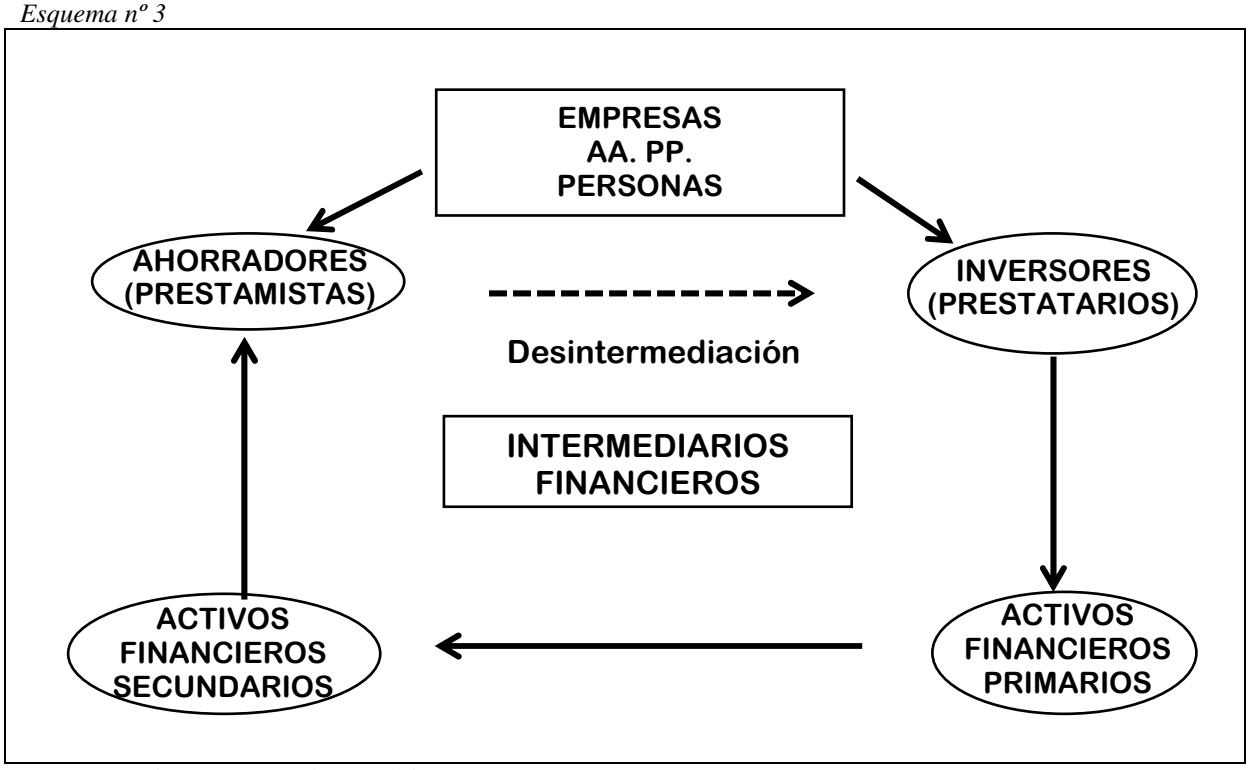
Cuadro nº 105

Margen de intermediación entidades de crédito	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Importe de los saldos vivos por diferencias de los ptmos y cdtos menos depósitos a plazo (1)												
Hogares	224,7	286,0	412,3	491,3	509,8	465,2	473,0	448,8	430,7	391,4	347,8	354,0
Sociedades no financieras	347,9	409,7	527,0	695,6	823,1	862,3	826,4	796,4	755,4	636,4	530,6	478,8
Tipo de interés de los saldos vivos de los hogares por diferencias (2)												
Préstamos vivienda menos depósitos a plazo	1,79	1,44	1,27	1,45	1,44	1,26	0,86	0,20	0,36	-0,11	0,03	0,50
Préstamos consumo menos depósitos a plazo	3,85	3,55	3,24	3,08	2,89	2,67	3,13	2,82	2,97	3,06	3,72	4,71
Euribor 12M menos depósitos a plazo	0,24	0,24	0,27	0,71	0,72	0,42	-0,88	-1,19	-0,75	-1,61	-1,55	-0,92
Eonia menos saldos a la vista	1,70	1,43	1,68	2,32	3,16	3,17	0,36	0,17	0,59	0,02	-0,13	-0,07
Tipo interés de los saldos vivos de las sociedades no financieras por diferencias (2)												
Créditos menos depósitos a plazo	1,36	1,19	1,13	1,32	1,28	1,17	1,11	0,75	1,22	0,83	1,51	1,45
Euribor 12M menos depósitos a plazo	0,18	0,1	0,09	0,37	0,3	0,43	-0,6	-1,21	-0,67	-1,53	-1,40	-0,92
Eonia menos saldos a la vista	1,66	1,37	1,27	1,57	1,92	2,09	0,17	-0,24	0,26	-0,14	-0,26	-0,21

(1) Importe de los saldos vivos por diferencias de los préstamos y créditos menos los depósitos a plazo de los hogares, las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH) y las sociedades no financieras. Datos en miles de millones de euros corrientes. Fuente: Banco de España (12.02.2015).
(2) Tipo de interés de los saldos vivos de los hogares y las sociedades no financieras por diferencias: Tipo de interés efectivo definición restringida (TEDR) anual medio ponderado, que equivale al TAE sin incluir comisiones; Eonia y Euribor 12M: Tipo medio anual. Datos en porcentaje (%). Fuente: BCE (12.02.2015).

El proceso de canalización del ahorro hacia la inversión real sin pasar por las figuras tradicionales de depósito y crédito bancario se denomina *desintermediación financiera*. De igual modo, los mercados financieros vienen experimentando también durante las últimas décadas un proceso de *institucionalización financiera*, muy relacionado con la *desintermediación financiera*, pues las sociedades gestoras de fondos de inversión y de pensiones, y las entidades aseguradoras actúan cada vez con una mayor intensidad.

Esquema nº 3



Fuente: Parejo, Cuervo, Calvo, Rodriguez (2001).

Este proceso, definido en el esquema nº 3, supone ajustar la actividad bancaria a las demandas del mercado, pero no significa que las entidades bancarias pierdan su relevancia en los mercados financieros, debido a que suelen ser las entidades de crédito las que integran en sus respectivos grupos financieros entidades aseguradoras, establecimientos financieros de crédito, sociedades gestoras de fondos de inversión, y de pensiones, etc, y prestan servicios de mediación relacionados con activos ajenos a su grupo financiero como adquisición de acciones de otras compañias en bolsa, etc.

Como hemos comentado anteriormente, los mercados de capitales han alcanzado en Europa un desarrollo considerablemente menor que en Estados Unidos, en donde los porcentajes correspondientes a los saldos en circulación de renta fija, y a la capitalización bursátil sobre PIBpm son muy superiores a los existentes en la zona euro. En cambio, con los saldos de los préstamos bancarios sobre PIBpm ocurre lo contrario, lo que supone que la desintermediación financiera en Estados Unidos sea sensiblemente mayor a la Eurozona.

En España el peso que tienen las entidades bancarias en la financiación de la economía sigue siendo muy elevado, y su grado de desintermediación financiera es inferior a la Eurozona, aunque este proceso de liberalización en su sector financiero ha venido implantándose con especial intensidad desde su incoporación a la Unión Europea, lo que ha supuesto mayor competencia en el sector y mayor intensificación en la innovación de productos. Así, en los años ochenta se inició la comercialización de *repos* de deuda pública[238], instrumentos de *titulización*[239], fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), productos de previsión, y desde los años noventa *fondtesoros*, *fondos paraguas*[240] o *unit linked*[241], entre otros. Además, la *desintermediación vinculada* supone sustanciosas comisiones a las entidades bancarias sin asumir los riesgos inherentes de la propia actividad bancaria de intermediación y ofrece a los inversores productos con buena rentabilidad financiero-fiscal, seguros y líquidos (Grandío et al., 2008). Así, los fondos de inversión impiden que las entidades bancarias asuman los riesgos de intermediación, por ejemplo, de tipo de interés, porque son asumidos por los inversores directamente.

Coronado (2003) observa en esta línea el desarrollo de un gran número de nuevos productos financieros llamados *parabancarios* o de *desintermediación*. Los fondos de inversión son productos de *desintermediación vinculada* que provocan cambios en los balances de las entidades bancarias, al contabilizar como cesiones de deuda las IIC procedentes de los depósitos de clientes, y en su cuenta de resultados, al aumentar las comisiones generadas por su gestión y comercialización.

De este modo, el proceso de desintermediación de ahorro se traduce en ventajas a disposición del pequeño inversor como la gestión profesionalizada, la diversificación, la asunción de menores costes de transacción fruto del empleo de economías de escala o la mejora en su fiscalidad (Maza y Sanchís, 2003).

[238] Cesión temporal de activos con pacto de recompra.
[239] Emisión de títulos de activos (hipotecas, bonos,…) para su comercialización a inversores.
[240] Fondos de fondos compuestos por subfondos en los que el inversor traspasar sus participaciones de uno a otro con un coste reducidos sin tener la necesidad de tributar por las plusvalías generadas hasta ese momento.
[241] Seguros de vida en los que el tomador destina las primas aportadas en activos ofrecidos por una entidad aseguradora que no asume ningún riesgo en la inversión ni tampoco garantiza una mínima rentabilidad, y del mismo modo, las plusvalías no tributaban al efectuar traspados entre ellos.

López Suárez y Novoa (2007) también observan la misma realidad: el proceso de desregulación financiera durante los últimos años ha significado la creación de nuevos productos financieros, y mayor competencia entre las entidades bancarias. Más aún, la demanda de nuevos instrumentos financieros por parte de los inversores estimula la ampliación de la gama de productos de ahorro-inversión de las entidades bancarias con la finalidad de satisfacer sus exigencias de alcanzar un mayor rendimiento para su ahorro.

Como apuntaba Lassala (1996), el potencial de crecimiento de los fondos de inversión ofrece importantes oportunidades en términos de generación de negocio, fundamentalmente en comisiones, a la vez que posibilita la ampliación de la base de clientes. Aún así, el desplazamiento de recursos desde los depósitos hacia los fondos de inversión reduce el tamaño de los balances de las entidades bancarias, aunque su impacto dependerá de la estrategia que siga la gestora vinculada a la entidad bancaria con relación a los activos en gestión. Por tanto, la expansión de la industria de fondos de inversión influye en el sistema financiero español y en la financiación de las actividades productivas, siendo el proceso de *desintermediación vinculada* una de sus principales fuentes de crecimiento.

En efecto, la actividad de los fondos de inversión tiene como ventaja adicional su posibilidad de expansión, sin la necesidad de que las entidades de crédito refuercen sus recursos propios con ampliaciones de capital. Ahora bien, la pérdida elevada de pasivos bancarios reduce el margen de las entidades de crédito, pues suponen transferencias de liquidez de doble sentido, desde la entidad bancaria al fondo de inversión y viceversa, y por tanto, recaptaciones de pasivos a tipos superiores a los pagaderos directamente a los depositantes. Otra posible desventaja se refiere al incentivo que suponen para las grandes compañías en la colocación de emisiones de renta fija en lugar de acudir a la financiación bancaria más tradicional (González Mosquera, 1995).

La reducción de los diferenciales de los tipos de interés entre activo y pasivo de las entidades bancarias ayuda al boom de los fondos de inversión (Universidad Politécnica de Valencia, 2013). Aunque las características de los fondos de inversión influyen en las decisiones de compra del inversor, el principal factor que condiciona su demanda en la práctica es la presión comercial que ejerce el sector bancario sobre sus clientes cautivos (López Suárez y Novoa, 2007).

En este sentido, la demanda de fondos de inversión aumenta cuando las entidades bancarias están obligadas a ampliar sus márgenes por pérdidas en su cartera de préstamos y/o por costes operativos en su red de sucursales (Deepthi, Klapper, Sulla y Vittas, 2003).

La desintermediación financiera, especialmente en España durante las últimas décadas, influye en el desarrollo de la industria de IIC, pues posibilita canalizar el ahorro de los inversores hacia una amplia variedad de activos y mercados (Cambón, 2011).

La política comercial de las entidades financieras juega un papel fundamental en el desarrollo de la industria de fondos de inversión, y el canal de comercialización que predomina en cada país está condicionado claramente por la distribución de productos financieros en general, y de fondos de inversión en particular.

Un dato relevante es el peso de la banca tradicional en la distribución de productos financieros en Alemania, Francia o Suecia, entre el 60% y 70% del mercado, y en España

cerca del 95%. En cambio, en Estados Unidos, Suiza o Reino Unido el asesoramiento independiente ocupa este protagonismo con una cuota entre el 50% y 75% (Mas, 2011).

El papel predominante de las entidades bancarias como intermediarios financieros en la mayoría de países continentales europeos explica la alta concentración de la distribución de fondos de inversión en su red de sucursales, no así en Estados Unidos y Reino Unido, donde intervienen mayoritariamente las compañías independientes. Por tanto, el desarrollo de la inversión colectiva en España es consecuencia de la *desintermediación vinculada,* gracias al empleo por las entidades bancarias de su amplia red de sucursales en su comercialización.

En España esta realidad de la Europa continental es aún más intensa. Otro dato muy revelador en este sentido es la distribución de los instrumentos híbridos del capital que realizaron las entidades bancarias, sin problemas en su colocación, aún cuando su horizonte temporal superaba el año, y su riesgo era mayor que los depósitos y su liquidez reducida o casi nula (Bernal y Míguez, 2014), con lo que la propia estrategia que sigan las entidades bancarias en la incorporación de los fondos de inversión en su catálogo de productos resulta fundamental para el desarrollo de la Industria (López y Novoa, 2007).

Otro aspecto importante en la distribución de fondos de inversión, son las numerosas entidades que se resisten a ofrecer a sus clientes un universo de fondos de terceros contratables en España, con lo que vetan su acceso al inversor medio, con la excepción los clientes de los segmentos altos, aunque incluso en algunas de ellas ni aún así. No debe olvidarse que el inversor medio español está dispuesto a aperturar una cuenta y trasladar sus posiciones a una entidad competidora que sí los ofrezca (Mas, 2011), con lo que los distribuidores deben poner un mayor foco en los intereses y necesidades de sus clientes inversores, por delante de la colocación de sus propios productos que, en ocasiones, no son los más apropiados, y asumir también que su política de comercialización debe cambiar, especialmente en las entidades tradicionales, puesto que gestionan el ahorro de las familias prácticamente en exclusividad (García Coto y Calvo, 2011).

Las entidades bancarias presentan ciertas ventajas respecto al resto de comercializadores de fondos de inversión: la amplia red de sucursales, que permite su comercialización sin costes excesivos, y la fidelidad de los inversores, al ser sus clientes habituales, con lo que su estrategia de captación de negocio se basa en campañas publicitarias y una política comercial muy activa (Lassala, 1996). Además, es muy razonable pensar que la mayoría de los inversores en fondos prefieren realizar sus inversiones a través de una misma entidad o intermediario financiero. Esta preferencia por concentrar las operaciones financieras en una misma entidad cobra una relevancia especial en España, donde predomina un modelo de banca universal de fuerte proximidad al cliente (Gavazza, 2011).

Un efecto relevante del predominio de la comercialización de fondos de inversión por las entidades de crédito en España se observa en los periodos de crisis financiera con la aplicación de una política comercial que canaliza el ahorro de los inverores hacia los depósitos fruto de la necesidad de financiarse, y para ello, ofertan tipos de interés superiores al tipo oficial del BCE, y dejan muy en segundo plano otro tipo de productos financieros como, por ejemplo, los fondos de inversión, aunque si bien la prolongación de estas condiciones en el tiempo está limitada por la merma de sus márgenes de intermediación (Rubio y Cuesta, 2011). En la misma línea, Nieto (2012) subraya que las dificultades en la financiación en los mercados mayoristas repercuten en las propias estrategias de comercialización de las entidades al centrarse fundamentalmente en la captación de depósitos.

No debemos olvidar que los fondos de inversión tienen como competidor fundamental a las fórmulas de ahorro más conservadoras, principalmente depósitos a plazo, cuando coinciden con momentos intensos de las necesidades de financiación de las entidades de crédito. Esta competencia obliga a las sociedades gestoras a realizar esfuerzos adicionales como la reestructuración de sus actividades mediante los procesos de integración, la formación de sus redes de distribución, también de los inversores, y la ampliación de las funciones de asesoramiento, las cuales deberían sustituir progresivamente a las de mera venta de productos financieros (Rabadán, 2011).

En definitiva, los fondos de inversión son instrumentos que colaboran en la financiación de la economía, ayudan a las entidades financieras a la fidelización de clientes, y contribuyen a mejorar la eficiencia del sistema financiero (Mardomingo, 2012).

2.3.2) Marco legal y modificaciones legislativas

"La credibilidad y eficacia de la Industria depende de nuestro compromiso en la aplicación responsable de reformas legales y prácticas comerciales en la relación con nuestros partícipes y accionistas", según afirma Fink[242] (ICI, 2000).

A pesar del desarrollo tan espectacular que la Industria ha tenido durante los últimos sesenta años, Bogle (2005) indica que se encuentra al servicio de sociedades gestoras y entidades comercializadoras porque prioriza el *arte de vender* para captar su patrimonio, en vez de centrarse en los intereres del inversor.

Esta evidencia, en mi opinión, aunque cierta, presenta matices, dados los esfuerzos regulatorios actuales orientados hacia una mayor protección del inversor. En efecto, Kohorana, Servaes y Tufano (2004) afirman que una legislación de la industria de IIC enfocada hacia la protección del inversor impacta de forma positiva en su tamaño, y del mismo modo, Plantier (2014) la considera también necesaria como requisito previo para su crecimiento sostenido en el tiempo.

Aunque el marco legal sea un factor que fomenta el desarrollo de Industria, previamente conviene tener presente la normativa europea sobre los mercados de instrumentos financieros.

La Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, y la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, componen, junto con el Reglamento (CE) 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, desde su entrada en vigor el 1 de noviembre de 2007, la normativa comunitaria conocida coloquialmente como MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*), que crea un marco jurídico único armonizado en toda la Unión Europea[243] para los mercados de instrumentos financieros y la prestación de servicios de inversión (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008). La Directiva 2004/39/CE fue modificada por la Directiva 2008/10/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008, por lo que se refiere a las competencias ejecutivas atribuidas a la Comisión Europea.

Este marco regulatorio homogéneo en los mercados financieros de la Unión Europea favorece a los inversores en los productos afectados, su grado de protección será similar cuando inviertan en cualquiera de sus Estados miembros, y de igual modo, que fomenta la equidad, la transparencia, la eficiacia, y la integración de los mismos. De este objetivo de unificar las regulaciones de sus Estados miembros en estas materias dimana una característica esencial: la normativa MiFID no sólo regula cada una de las cuestiones de las que versan con todo grado de detalle, sino que restringe y condiciona la capacidad de sus Estados miembros de establecer, e incluso conservar, requisitos adicionales al margen de lo establecido por las referidas normas, con lo que su incorporación al ordenamiento español requirió la modificación de la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo en su ámbito de aplicación, la regulación de los mercados de instrumentos financieros y de las empresas de servicios de inversión, de las normas de conducta en los mercados de valores y del régimen de supervisión, inspección y disciplina (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008).

[242] Matthew P. Fink ocupó el cargo de Presidente Ejecutivo del Investment Company Institute entre1991 y 2004.
[243] La normativa MiFID incluye también a Islandia, Noruega y Liechtenstein en su ámbito de aplicación.

La normativa MiFID se traspone al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

El Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, avanza en el proceso de transposición de la Ley 47/2007 desarrollando el régimen jurídico de las entidades que prestan servicios de inversión, diferenciando entre las empresas de servicios de inversión, a las que les resulta de aplicación la totalidad de la norma, y las restantes entidades que prestan servicios de inversión, en concreto las entidades de crédito y las SGIIC, a las que les son aplicables, principalmente, normas de organización interna y de conducta, entre ellas, sobre incentivos, conflictos de interés, mantenimiento de registros de actividades y operaciones, tramitación y ejecución de órdenes o protección de fondos e instrumentos financieros de clientes (CNMV, 2008).

Los objetivos que persigue la normativa MiFID son los siguientes: en primer lugar, incrementar la protección a los clientes a los que se les prestan servicios financieros o de inversión, es decir, una mayor transparencia de las empresas que prestan servicios de inversión mediante la adecuación de las ofertas de inversión al perfil del cliente[244]. Para ello, regula las obligaciones de evaluación de la conveniencia e idoneidad de los productos financieros, así como su clasificación, que deben observar las entidades en sus procesos de comercialización, y establece los criterios para que los servicios de inversión prestados al cliente se adecuen a sus necesidades; en segundo, modernizar los mercados financieros y adaptarlos a las nuevas necesidades aumentando su nivel de competencia. Para ello, se amplían los servicios de inversión, la gama de instrumentos financieros y los sistemas para la ejecución de operaciones para mejorar los sistemas de inversión así como su operatividad; en tercero, adaptar los requisitos de organización de las entidades; y por último, en cuarto, mejorar la potestad supervisora de la CNMV (CatalunyaCaixa, 2014; Legorburo, 2014).

No obstante, la normativa MIFID, nacida con esta finalidad de proteger a los clientes, suele ser utilizada por las empresas que prestan servicios de inversión como prevención ante posibles problemas legales a los que puedan enfrentarse como consecuencia de la gran carencia de cultura financiera de los inversores, que desconocen en parte los productos financieros que contratan (Eguren, Elvira y Larraga, 2009).

Desde el punto de vista de las entidades que, entre sus actividades, prestan servicios de inversión a sus clientes, MiFID ha supuesto cambios relevantes:

El primero es la solicitud de información al cliente para conocerle lo mejor posible, y poder ayudarle a tomar una decisión de inversión, y así poder prestarle los servicios más adecuados. El único supuesto en el que las entidades no están obligadas a evaluar la conveniencia / idoneidad del cliente es aquél en el que la operación se ejecuta a iniciativa del propio cliente y el producto o servicio está catalogado como *no complejo*. El resto de casuísticas deben llevar aparejadas una evaluación de la conveniencia / idoneidad del

[244] La normativa MIFID refuerza tres principios básicos que deben cumplir una entidad que presta servicios de inversión: actuar de forma honesta, imparcial y profesional en el mejor interés del cliente, proporcionándole información imparcial, clara y no engañosa, y prestándole servicios y ofreciéndole productos financieros teniendo en cuenta sus circunstancias personales (Legorburo, 2014).

producto al nivel de conocimiento y al perfil de riesgo del inversor. Como hemos comentado anteriormente, aumentar la protección del inversor en general, y especialmente con las inversiones en fondos de inversión, es fundamental. Por eso, las entidades que prestan servicios de inversión deben tener implementados *test de conveniencia* e *idoneidad* (CatalunyaCaixa, 2014).

Un segundo cambio es el principio de que las entidades se comporten con diligencia y transparencia[245] en interés de sus clientes, cuidando de ellos como si fueran propios. Así, les obliga a que les mantengan informados en todo momento, que la información sea imparcial, clara y no engañosa, y que verse, en particular, sobre la entidad y los servicios que les prestan, los instrumentos financieros y las estrategias de inversión, los centros de ejecución de órdenes, y los gastos y los costes asociados con el fin de que comprendan la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y de los tipos específicos de instrumentos financieros que les ofrecen, para que puedan tomar sus propias decisiones financieras con conocimiento de causa (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008).

La normativa MiFID establece, por lo tanto, que la entidad que presta servicios de inversión sólo deberá ofrecer al cliente los productos que considere adecuados para él, teniendo en cuenta su conocimientos y experiencia para valorar adecuadamente los riesgos que asume; y en el caso de que le proporcione un asesoramiento personalizado o le gestione su cartera de inversión, se asegurará, del mismo modo, que el servicio prestado es acorde a sus conocimientos, experiencia, objetivos y situación financiera (Legorburo, 2014).

Otro cambio de la normativa MiFID que tiene como objetivo profundizar en la transparencia y protección de los clientes es la política de incentivos[246]. Las entidades deben tener definido un procedimiento que revele de forma clara, completa, exacta y comprensible al cliente los honorarios, las comisiones o los beneficios no monetarios pagados o aportados a un tercero o a una persona que actúe por cuenta del mismo, antes de la prestación del servicio de inversión correspondiente. De acuerdo a esta normativa, estos incentivos, que son práctica habitual en el sector financiero, son legítimos, si bien se establecen determinadas condiciones por su percepción: que se informe al cliente de la existencia, naturaleza, cuantía o método de cálculo de los mismos; que su percepción suponga un aumento de la calidad del servicio prestado al cliente; y que no entren en conflicto con la política de conflictos de intereses de la entidad[247]. De tal modo, en el caso de que las entidades paguen o cobren comisiones, honorarios, o incentivos no monetarios permitidos, deben comunicar a los clientes los conceptos por los que se entregan o se reciben, y en el supuesto de que estos se modifiquen o actualicen, deben también ponerlo en su conocimiento (CatalunyaCaixa, 2014).

[245] Un reflejo de esta filosofía MiFID es la distinción de tipos de información: la *precontractual*, que debe ser entregada antes de la contratación de un producto financiero; y la *contractual*, que se envía a los clientes con posterioridad a la prestación del servicio, y puede ser de dos tipos: *puntual*, en la que se informa de la ejecución concreta de una órden (por ejemplo, compraventa de bonos), y *periódica*, en la que con una determinada frecuencia se informa a los clientes del estado de su cartera (Barral, 2014).

[246] Los incentivos precibidos de terceros serían los relacionados con la recepción, transmisión, ejecución y liquidación de órdenes y operaciones de valores, la comercialización de fondos de inversión, y el aseguramiento y comercialización de emisiones ajenas de renta fija o renta variable en el mercado primario.

[247] Las entidades deben tener establecidos los procedimientos y las medidas para evitar, o si procede, gestionar los conflictos de interés. A tal fin debe disponer de barreras físicas, controles de información y reglas para la resolución de conflictos. En el caso de que las medidas no sean suficientes para garantizar, con razonable certeza, la prevención de los riesgos de perjuicio para los intereses de los clientes ocasionados por un potencial conflicto de interés, la entidad tiene que advertir a los afectados de la naturaleza y origen del conflicto, antes de la actuación por cuenta del cliente (CatalunyaCaixa, 2014).

Y del mismo modo, las entidades deben adoptar las medidas que sean razonables para obtener el mejor resultado posible para las operaciones de los clientes teniendo en cuenta el precio y los costes de las mismas, su rapidez y probabilidad de ejecución y liquidación, el volumen y naturaleza de las operaciones, y cualquier otro elemento adicional que sea relevante para la ejecución de las órdenes. Estas obligaciones deben concretarse en políticas de ejecución que las entidades deberán aprobar, implementar, verificar, revisar y actualizar. También deben disponer de los procedimientos y sistemas de gestión de órdenes, en los términos que se determinen reglamentariamente, y que permitan su rápida y correcta ejecución, y posterior asignación, de forma que no se perjudique a ningún cliente cuando se realizan operaciones para ellos o se actúa por cuenta propia (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008).

Por lo tanto, la entidad facilitará al cliente la mejor información previa a la inversión, mientras la mantenga y después de realizada, especialmente con relación a los riesgos que asume, y las comisiones y los gastos directos e indirectos que soporta, y al igual que al ejecutar las órdenes del cliente en la que debe tratar de lograr el mejor resultado posible (Legorburo, 2014).

Recientemente, se ha aprobado la Directiva 2014/65/UE, denominada MiFID II, y el Reglamento (UE) nº 600/2014, de 15 de mayo de 2014, (MiFIR), del Parlamento Europeo y del Consejo, relativos a los mercados de instrumentos financieros. Esta nueva regulación revisa la normativa anterior, denominada MiFID I, en vigor desde 2007, según hemos comentado anteriormente, inspirándose en las premisas de seguridad, eficacia y transparencia de los mercados financieros con la finalidad de que aumente la protección del inversor. Destacan entre sus nuevas medidas de aplicación, la distinción del asesoramiento como se prestaba hasta la fecha del asesoramiento independiente, con lo que las entidades que decidan prestar un asesoramiento independiente no podrán percibir incentivos de terceros, y aquella entidad que no sea independiente podrá cobrar incentivos, pero deberá ampliar esta tipo de información al cliente; crea una nueva categoría de mercado, *Organised Trading Facilities* (OTF), para instrumentos como bonos, derivados, productos estructurados, entre otros, aumentando los requerimientos a los operadores; mejora el gobierno corporativo de las entidades, puesto que todos los miembros del consejo de administración deben tener el conocimiento suficiente y las habilidades para comprender los riesgos asociados con su actividad con el objetivo de asegurarse una gestión prudente, que sea acorde con los intereses de los inversores y la integridad de los mercados financieros; y por último, aumenta la intervención de los supervisores, con la capacidad para prohibir productos o actividades financieras que podrán aplicar, en su caso, mayores sanciones. MiFID II no será de aplicación en España hasta finales de 2016 o principios de 2017 (Bankinter, 2014; Andreu, 2014).

La Fundación Inverco y la CNMV en sus Informes anuales sobre el Mercado de Valores, analizan el marco legal y las modificaciones legislativas de la industria de IIC.

2.3.2.1) Europa

Las Directivas europeas sobre IIC suponen el mayor hito en la regulación de la inversión colectiva durante la última década y un punto de inflexión hacia la convergencia de los mercados financieros europeos (Mardomingo, 2012)

En las legislaciones de los Estados miembros de la Unión Europea existían importantes diferencias entre los organismos de inversión colectiva, especialmente en las obligaciones y

controles que se les imponían. Estas diferencias conllevaban perturbaciones en las condiciones de competencia y no garantizaban una protección equivalente de los partícipes.

En la Unión Europea, el marco legal comunitario se remonta a la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados *organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios* (OICVM)[248].

Esta directiva, también denominada OICVM I (UCITS I), establece para los organismos de inversión colectiva situados en los Estados miembros unas normas mínimas comunes en lo relativo a su aprobación, su control, su estructura, su actividad y las informaciones que deben publicar. Asimismo, facilita la supresión de las restricciones a la libre circulación en el plano comunitario de las participaciones en los organismos de inversión colectiva, sin que puedan estar sujetos estos organismos o sus participaciones a cualquier disposición, salvo las que los Estados miembros no dependan de materias bajo su regulación. De este modo, limita su aplicación a los organismos de inversión colectiva que no sean de tipo cerrado, ofrezcan sus participaciones en venta al público en la Comunidad Europea, tengan como único objeto la inversión en valores mobiliarios (en esencia, los oficialmente cotizados en bolsa o en los mercados regulados de la misma naturaleza) y sobre los que esta regulación no plantee problemas que convenga solucionar con otras disposiciones. Asimismo, limita la concentración máxima de los activos en un mismo emisor hasta el 5%, salvo que se trate de obligaciones garantizadas por un Estado miembro, cuyo límite máximo alcanza el 35%. Por tanto, esta directiva coordina las legislaciones nacionales que regulan los organismos de inversión colectiva, aproxima las condiciones de competencia en el plano comunitario, consigue una protección más eficaz y uniforme de los partícipes, y contribuye a la creación de un mercado europeo de capitales (Fundación Inverco, 2007).

La Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre, fue la norma básica que inspiró las correspondientes legislaciones de los Estados miembros de la Unión Europea, aunque también fue objeto de modificaciones posteriores entre otras, por la Directiva 88/220/CEE, del Consejo, de 22 de marzo de 1988, y por la Directiva 95/26/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995, hasta su refundición en la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009.

La Directiva 88/220/CEE, denominada OICVM II (UCITS II), en lo relativo a la política de inversión de determinados OICVM, amplia los límites establecidos para determinadas inversiones, dado que permiten que el porcentaje de inversión de los activos de los OICVM alcanzasen hasta el 25% en el caso de obligaciones del sector privado que, sin tener la garantía del Estado, ofrezcan determinadas garantías a los inversores; y la Directiva 95/26/CEE que introduce en la directiva reguladora de los OICVM el mismo régimen de secreto profesional para las autoridades que autorizan y supervisan estos organismos y las

[248] Se entiende por OICVM los organismos cuyo objeto exclusivo sea la inversión colectiva en valores mobiliarios de los capitales obtenidos del público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y cuyas participaciones sean, a petición de los tenedores, vueltas a comprar o reembolsadas, directa o indirectamente, a cargo de los activos de estos organismos. Se asimila a tales nuevas compras o reembolsos el hecho de que una OICVM actúe para que el valor de sus participaciones en bolsa no se separe sensiblemente de su valor de inventario neto. De conformidad con el derecho nacional, estos organismos pueden revestir la forma contractual (fondos comunes de inversión gestionados por una sociedad de gestión) o de *trust* (*unit trust*) o la forma estatutaria (sociedad de inversión).

empresas que forman parte de esta actividad, así como las mismas posibilidades de intercambio de información previstas para las autoridades encargadas de la autorización y la supervisión de las entidades de crédito, de las empresas de inversión y de seguros (Fundación Inverco, 2007).

La OICVM III (UCITS III), en realidad, son dos directivas aprobadas y publicadas simultáneamente que modifican la Directiva 85/611/CEE. La primera, la Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, denominada *directiva sobre sociedades gestoras*, amplía el ámbito del mercado único a las SGIIC hasta entonces limitado a los OICVM, autoriza la comercialización transfronteriza de servicios e introduce el folleto simplificado; Y la segunda, la Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, denominada *directiva sobre productos*, extiende la gama de activos en que pueden invertir los OICVM (Fundación Inverco, 2007).

Posteriormente, la Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, cuya finalidad es clarificar los distintos tipos de activos aptos para su inclusión en las carteras de IIC armonizadas frente a la incertidumbre generada sobre la inclusión de determinadas categorías de instrumentos financieros en las definiciones de activos aptos para la inversión establecidas por la Directiva 85/611/CEE. Entre otros aspectos, trata los criterios para considerar si los instrumentos financieros derivados deben ser activos líquidos, regula la inversión de las IIC en derivados sobre índices financieros, obliga a la identificación del elemento derivado que se incorpora a un valor mobiliario, y establece los criterios con arreglo a los cuales se definen las IIC que reproducen los índices de acciones o de obligaciones (CNMV, 2007).

La Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio de 2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Esta directiva, denominada OICVM IV (UCITS IV), sustituye a la Directiva 85/611/CEE, fruto de un largo proceso de revisión que había tenido como antecedentes la publicación del *Libro Verde* de la Comisión Europea sobre fondos de inversión (2005) y el *Libro Blanco* sobre fondos de inversión y su evaluación de impacto (2006) (CNMV, 2009).

La OICVM IV tiene como uno de sus principales objetivos eliminar los obstáculos a la comercialización de las IIC en otros Estados Miembros, ya que el procedimiento de notificación de 1985 resultaba largo y poco ágil, imponiendo la autoridad del Estado de acogida, con frecuencia, requisitos más estrictos que los establecidos en la directiva. Su planteamiento consiste en llevar a cabo la armonización básica necesaria y suficiente para garantizar el reconocimiento mutuo de la autorización y de los sistemas de supervisión prudencial, haciendo posible la concesión de una única autorización válida en toda la Unión Europea, correspondiéndole las facultades de supervisión al Estado de origen. No obstante, para evitar el arbitraje regulatorio y supervisor, se adopta la cautela de que el Estado de acogida pueda denegar la autorización de una IIC cuando ésta no esté autorizada a comercializar sus participaciones en su Estado de origen. Otro de sus grandes objetivos consiste en promover un aumento del tamaño de las IIC, con objeto de aprovechar las economías de escala y la reducción de costes que implica para el inversor con la regulación sobre fusiones transfronterizas de IIC o la posibilidad de que una IIC invierta sus activos en otra IIC denominada IIC principal (estructuras principal-subordinado), quedando exenta la prohibición general de invertir más del 10% o, en su caso, más del 20% de sus activos en una única IIC. Asimismo, persigue como objetivo que las SGIIC puedan gestionar IIC en otro

Estado Miembro, sin necesidad de constituir SGIIC en cada Estado Miembro, y por último, pretende también que el folleto simplificado de las IIC resulte menos largo y complejo y que su elaboración a cargo de las entidades resulte más rápida y menos onerosa (CNMV, 2009).

De tal manera que, los cambios principales establecidos por la OICVM IV son el perfeccionamiento del mercado único para las SGIIC, que les permite gestionar carteras de inversores individuales y fondos de pensiones; la introducción del *pasaporte* de las SGIIC para la gestión remota de fondos autorizados en un Estado miembro por SGIIC establecidas en otro Estado miembro; las mayores posibilidades de inversión de los OICVMa través de depósitos bancarios e instrumentos derivados; la simplificación de los procedimientos de distribución y comercialización transfronteriza de las participaciones de los OICVM, facilitando su proceso de registro; la creación de un marco de trabajo para las fusiones nacionales e internacionales de los OICVM; la introducción de las estructuras principal-subordinada para facilitar, sobre todo mediante una fiscalidad atractiva, la agrupación de activos, lo que permite a los OICVM aumentar las economías de escala, disminuir los gastos operativos y lograr un marco más atractivo para la creación de fondos para los inversores institucionales; la sustitución del folleto simplificado por un documento con la información clave para el inversor, diseñado para presentar una información completa parecida en las OICVM en los Estados miembros; el empleo de técnicas de seguimiento de índices; un aumento en la cooperación e intercambios de información entre las autoridades competentes de los Estados miembros; una mayor protección de los inversores; y la delegación de competencias a la Comisión Europea para la elaboración de sus normas de desarrollo (Fundación Inverco, 2010).

Por tanto, la Directiva OICVM IV, diseñada con el objeto de aumentar la eficacia del mercado de los OICVM, sobre todo en las actividades internacionales de las SGIIC, tiene como resultados una disminución del número de SGIIC y una oleada de fusiones de fondos, en especial de los de tamaño inferior, con el objeto de reducir los gastos que soportan los inversores, ahorrar costes, facilitar el acceso a los mercados y aumentar la competitividad (Fundación Inverco, 2010). En la III Encuesta de Fondos de Inversión del Observatorio Inverco (2013) sobre las medidas propuestas por la Directiva UCITS IV y el desarrollo del mercado único europeo, las SGIIC consideran que las medidas más relevantes que han sido adoptadas fueron, en primer lugar, el *pasaporte* de las SGIIC (comercialización de IIC españolas y extranjeras mediante cuentas *ómnibus*); en segundo, la información armonizada que se facilita al inversor (*Key Investor Information Document*, KIID); en tercero, las estructuras *master-feeder* transfronterizas; y en cuarto, las fusiones de fondos transfronterizas.

Como hemos comentado anteriormente, la Comisión Europea establece disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE mediante las siguientes directivas y reglamentos: La Directiva 2010/42/UE, de 1 de julio de 2010, que detalla las medidas de protección al inversor y delimita el reparto de las obligaciones informativas en las estructuras principal-subordinada, y regula la liquidación, fusión y escisión de IIC; la Directiva 2010/43/UE, de 1 de julio de 2010, relativa a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos entre los depositarios y las sociedades gestoras; y el Reglamento (UE) nº 584/2010, de 1 de julio de 2010, que fija los procedimientos de notificación en la comercialización de participaciones de las IIC en un Estado miembro de acogida, y los procedimientos adicionales para formentar la cooperación entre Estados miembros en la supervisión de la actividad transfronteriza de IIC (CNMV, 2010).

En el año 2011, la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) nº 1060/2009 y (UE) nº 1095/2010, establece un nuevo marco armonizado de regulación y de supervisión de las actividades de los gestores de fondos de inversión alternativa (*hedge funds*) en la Unión Europea, incluidos los que tienen su domicilio social fuera de la Unión Europea, y un sistema de pasaporte que permite su actividad transfronteriza en la Unión Europea (CNMV, 2011).

También la Directiva 2011/89/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, por la que se modifican las Directivas 98/78/CE, 2002/87/CE, 2006/48/CE y 2009/138/CE en lo relativo a la supervisión de las entidades financieras que formen parte de un conglomerado financiero[249]. Esta directiva considera necesario que los conglomerados financieros se identifiquen en toda la Unión Europea en función de su grado de exposición a los riesgos, basándose en directrices comunes, y establece que las sociedades de gestión de activos y los gestores de fondos de inversión alternativa se incluirán en el sector al que pertenezcan dentro del grupo, y si no pertenecen exclusivamente a un sector dentro del grupo, se añadirán al sector financiero de menor tamaño, y en el caso de las empresas dedicadas a las actividades bancarias o aseguradoras, el regulador podrá aplicar a la empresa matriz la normativa específica de estos dos sectores o incluso una supervisión adicional (CNMV, 2011).

En 2013 destacan el Reglamento (UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos, cuyo objetivo es apoyar el crecimiento de las empresas sociales en la Unión Europea, facilitando su financiación mediante inversiones primarias. Para ello, impone una serie de criterios uniformes a los gestores de IIC con el fin de que se puedan comercializar entre los inversores de la Unión Europea fondos de emprendimiento social europeos bajo la denominación *FESE*; y el Reglamento (UE) n.º 1073/2013 del BCE, de 18 de octubre de 2013, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de los fondos de inversión, tiene como finalidad proporcionar al BCE una visión estadística completa del sector en los Estados Miembros cuya moneda es el *Euro* (CNMV, 2013).

Y por último, la Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio, por la que se modifica la Directiva 2009/65/CE en lo que se refiere a funciones de depositario, políticas de remuneración y sanciones, con el fin de solventar divergencias entre disposiciones nacionales. A estos efectos, esta directiva establece las políticas de remuneración de las IIC armonizadas para garantizar la sana gestión del riesgo; fija que las IIC deben designar un único depositario; introduce la lista de las obligaciones de vigilancia en la que incumben a los depositarios en relación con las IIC, incluido el adecuado control de los flujos de tesorería; admite la delegación de las funciones de custodia, pero en ningún caso la de las funciones de vigilancia ni del control de los flujos de tesorería, exigiendo además la realización de auditorías externas con el fin de asegurar que los activos permanecen en su poder; e introduce normas sobre el derecho sancionador en cuanto a importes de las sanciones, el régimen de publicación y las denuncias de prácticas irregulares.

[249] Las actividades de un grupo se desarrollan principalmente en el sector financiero cuando el balance total de las entidades del sector financiero, reguladas o no, del grupo son superiores al 40% del balance total del grupo.

2.3.2.2) España

El desarrollo de la industria de fondos de inversión en España, además de constituir un fenómeno de importancia económica, supone también la implantación de una figura de relevante transcendencia jurídica, pero con un escaso bagaje histórico en el ordenamiento jurídico español (Mardomingo, 2012).

El marco jurídico español estimula la competencia y profesionalidad de las gestoras españolas, una mayor presencia de gestoras internacionales, una mayor flexibilización normativa en cuanto a posibilidades de inversión, y el establecimiento de nuevas figuras, como los fondos cotizados (ETF) o las IIC de inversión libre (López Suárez y Novoa, 2007).

La Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de IIC constituyó la primera regulación moderna sobre IIC y estableció, como se expresa en su exposión de motivos, un régimen jurídico orientado a facilitar el pleno desarrollo de la inversión colectiva en España, que la regulación anterior había sido incapaz de promover, en el marco de un sistema financiero que iniciaba entonces la fase definitiva de su proceso de reforma y modernización. Esta Ley se desarrolla por el reglamento aprobado por el Real Decreto 1346/1985, de 17 de julio. De este modo, mientras la Ley 46/1984 se preocupa más de los aspectos estrictamente financieros y regulatorios del sector de la inversión colectiva, la anterior regulación, el Real Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, centraba las bases de un régimen fiscal neutral para este tipo de instituciones, con lo que sus pretensiones eran mucho más ambiciosas, al establecer los requisitos necesarios para el ejercicio de las actividades propias de las IIC (Fundación Inverco, 2007). Por tanto, la Ley 46/1984 moderniza la regulación de las IIC, amplia las alternativas ofrecidas al inversor, flexibilizando el régimen de las IIC, y potencia los mecanismos de seguridad en la gestión del ahorro colectivamente captado, tales como la información económica y financiera, y la auditoría externa (Tapia, 1998).

Posteriormente, se aprueba la Ley 35/2003, de IIC, que en su exposición de motivos resaltaba el balance positivo de la Ley 46/1984, aunque, del mismo modo, reconocía la necesidad de una nueva regulación que se adaptase a las necesidades y los cambios del mercado en los últimos tiempos; Esta ley resalta la importancia de las IIC como forma de financiación desintermediada e instrumento de ahorro privilegiado para los inversores minoristas, de manera que conferirles un régimen adecuado a sus características y correcto funcionamiento de los mercados financieros era su pretensión, al igual que simplificar el régimen anterior y adaptar la legislación española a la última normativa comunitaria, en concreto, trasponer la Directiva 2001/107/CE, que modifica a la Directiva 85/611/CEE y la Directiva 2001/108/CEE.

El Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, dotaba, en primer lugar, al sector de la flexibilidad necesaria para adaptarse a los cambios continuados que demandaba el mercado como la creación de clases de participaciones o de series de acciones dentro de una misma IIC, la regulación de las IIC de inversión libre o la eliminación de la obligación de que las acciones de las sociedades de inversión colectiva de carácter financiero debían negociarse en bolsas de valores; en segundo lugar, establecía las medidas y procedimientos necesarios para garantizar una protección adecuada de los inversores, que se manifiestaban en la concreción y desarrollo de deberes de diligencia y lealtad de las sociedades gestoras y en el deber de vigilancia de la actuación de la sociedad gestora encomendado al depositario, así como el sometimiento de las sociedades gestoras, depositarios, comercializadores y sociedades de inversión al

cumplimiento de un conjunto de normas de conducta que tenían como objetivo prevenir los conflictos de interés, y modificar el régimen administrativo, los procedimientos y los plazos de las autorizaciones, que se concretaba con la creación y modificación de los compartimentos de las IIC y con el establecimiento del régimen administrativo de intervención, y por último se detallaba la política de inversión de las IIC de carácter financiero, ampliando sus posibilidades de inversión a los depósitos bancarios, IIC, instrumentos financieros derivados, y a los activos del mercado monetario no cotizados, entre otros, y terminaba de perfilar el régimen jurídico de las sociedades gestoras (CNMV, 2005).

Las razones últimas de la Ley 35/2003 y, por extensión, de su Reglamento de desarrollo eran estimular la actividad inversora, adaptar la regulación a las nuevas necesidades del mercado y proteger eficazmente los intereses de los partícipes o accionistas de IIC. Así, estableció un régimen jurídico que se adecuaba al estado de madurez en el que se encontraba el sector de la inversión colectiva en España, siendo, a su vez, hoy en día el armazón básico de la regulación de las IIC (Fundación Inverco, 2007, 2010).

En efecto, García Clavel y Yélamos (2004) indican que la Ley 35/2003 pretende liberalizar la política de inversión de las IIC, reforzar la protección del inversor, y perfeccionar el régimen de intervención administrativa; Ferruz y Ortiz (2005) sostienen que fomenta la libre competencia entre las sociedades gestoras en los Estados miembros de la Unión Europea, agiliza el proceso administrativo de creación de IIC y flexibiliza su política de inversión; y López Suárez y Novoa (2007) apuntan que representa un revulsivo en la modernización del sector, garantiza su transparencia, permite lograr un mayor nivel de competitividad y una mayor presencia de estructuras de distribución con *arquitecturas abiertas* y generalizar la oferta de IIC extranjeras puestas a disposición del inversor.

Al año siguiente, destaca la Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril, por la que se desarrollan las disposiciones del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, por la que se habilita a la CNMV para dictar disposiciones. Esta orden regula por primera vez en España las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre dentro de los parámetros de seguridad jurídica ponderando por igual los principios de flexibilidad y protección del inversor; y la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre IIC de inversión libre. Aún cuando las IIC de inversión libre se configuran como productos con amplia flexibilidad inversora destinados a inversores que por su mayor experiencia o formación financiera, precisan de menor protección, la circular regula las IIC de inversión libre con el fin de facilitar a los pequeños inversores que puedan acceder a esta modalidad de inversión, asemejándolas a las IIC tradicionales, siendo los aspectos más destacables: la regulación de las relaciones de las SGIIC y los intermediarios financieros que financian a las IIC de inversión libre; el establecimiento de reglas similares en el folleto informativo y la información periódica a las de las IIC ordinarias, aunque el inversor deba de suscribir una declaración escrita de consentimiento en la que acredite que conoce las singulariadades de los fondos de inversión libre y sus diferencias con los ordinarios (CNMV, 2006).

En el año 2007, el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo**,** por el que se modifica el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 aprobado por el Real Decreto 1309/2005, flexibiliza el régimen de reembolsos de las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre para conseguir su pleno desarrollo en España, y establece que los comercializadores no pueden dirigirse a los clientes que no tengan la consideración de cualificados, impidiendo que dirijan su publicidad hacia los inversores minoristas, aunque no les prohíbe que puedan invertir en IIC de inversión libre; y la Ley 43/2007, de 13 de diciembre, que protege a los

consumidores en la contratación de bienes con oferta de restitución del precio, elimina de su ámbito de actuación las inversiones colectivas en ciertos bienes como son los sellos, las obras de arte, las antigüedades o similares, y cubre el vacío legal puesto de manifiesto tras la crisis de las inversiones filatélicas, *Afinsa* y *Forum Filatélico*, separándolas del ámbito de su regulación financiera (CNMV, 2007).

Al año siguiente, el Real Decreto 215/2008, de 15 de febrero, por el que se modifica el artículo 59 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 aprobado por Real Decreto 1309/2005, flexibiliza el régimen relativo a la financiación ajena recibida por las IIC inmobiliarias, y establece que las IIC inmobiliarias no habrán de computar en su límite de endeudamiento el derivado de cualquier régimen de protección pública a la vivienda, siendo el límite de aplicación al endeudamiento del 10% del activo a un plazo máximo de 18 meses.

El Real Decreto 1818/2009, de 27 de noviembre, por el que se modifica el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 aprobado por el Real Decreto 1309/2005, desarrolla la Ley 5/2009, de 29 de junio, que inicia la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2007/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007, por la que se modifica la Directiva 92/49/CEE del Consejo y las Directivas 2002/83/CE, 2004/39/CE, 2005/68/CE y 2006/48/CE en lo que atañe a las normas procedimentales y los criterios de evaluación aplicables en relación con la evaluación cautelar de las adquisiciones y de los incrementos de participaciones en el sector financiero, y se completa con la aprobación del presente real decreto para el caso concreto de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. De este modo, este real decreto constituye un control administrativo previo a cargo de la CNMV, que evalúa, a efectos prudenciales, la identidad, la honorabilidad y la solvencia de sus accionistas más significativos. En este sentido, la norma regula cómo computan las participaciones en las sociedades gestoras para determinar la consideración de una participación significativa, y enumera los criterios con los cuales la CNMV publica una lista que determina el contenido de la información que puede exigir para evaluar la adquisición de una participación significativa. Esta información se refiere al adquirente potencial, a la adquisición propuesta, a la financiación de la adquisición y a los aspectos relativos a la honorabilidad comercial y profesional de los administradores y directivos que vayan a dirigir la actividad de la sociedad gestora como consecuencia de la adquisición propuesta; y en los supuestos en que se produzca un cambio de control, establece que se desarrolle un plan de negocio que detalle el impacto de la adquisición en el gobierno corporativo, en la estructura y recursos disponibles, en los órganos de control interno y procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

En el año 2010 el Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, por el que se modifica el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 aprobado por el Real Decreto 1309/2005, el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de No Residentes aprobado por el Real Decreto 1776/2004, el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades aprobado por el Real Decreto 1777/2004 y el Reglamento del IRPF, aprobado por el Real Decreto 439/2007. Este real decreto, por una parte, introduce una alternativa a los problemas causados por el impacto de la crisis financiera en los activos del patrimonio de un gran número de IIC por haber pasado a ser ilíquidos o difíciles de valorar, y que consiste en la creación de IIC o compartimentos de propósito especial, que se conocen a nivel internacional como *side pockets*, en los que quedan alojados los activos que se ven afectados por la situación excepcional que dificulta su valoración, y que hace disminuir su liquidez. De esta forma, la IIC o compartimento original se puede seguir gestionando con normalidad, mientras que la IIC o compartimento de propósito especial queda sometido a un régimen especial de valoración, liquidez,

suscripciones y reembolsos, con lo que se permiten una liquidación ordenada de sus activos; y por otra, una serie de modificaciones enfocadas a una flexibilización de la operativa de las IIC, para alcanzar una mayor eficiencia en los mercados financieros, sin reducir el nivel de protección al inversor. Entre ellas, el permiso para operar con *exchange traded funds* (ETF) en forma de SICAV, la flexibilización del régimen de inversión de IIC de carácter inmobiliario, los determinados límites a las inversiones que tienen que cumplir los fondos con objetivo de rentabilidad garantizado, o la mejora del régimen de transparencia de las comisiones. Adicionalmente, el real decreto exime de la obligación de practicar una retención o ingreso a cuenta de las rentas derivadas de transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones representativas del capital o patrimonio de fondos cotizados o sociedades de capital variable de índice cotizados.

No obstante, Fundación Inverco (2010) indica que las modificaciones realizadas en el marco normativo de la Industria en España como consecuencia de la crisis financiera son escasas en número y no especialmente relevantes en su alcance. La única excepción es la modificación de la protección del inversor en relación con algunos de los instrumentos financieros en los que podían materializarse sus carteras. Sin embargo, desde entonces se producen nuevas modificaciones legislativas que se exponen a continuación:

La Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, supone la transposición al derecho español de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009. Esta nueva ley introduce las disposiciones necesarias para el correcto funcionamiento del pasaporte de las SGIIC en la gestión de fondos, con lo que las SGIIC españolas pueden gestionar fondos domiciliados en otros Estados miembros, y las de otros Estados miembros fondos españoles; simplifica su régimen de comercialización transfronteriza con la comprobación exclusivamente por la autoridad competente del Estado miembro de origen del cumplimiento de los requisitos necesarios; refuerza la protección del inversor mediante el fortalecimiento de los mecanismos de cooperación, consulta e intercambio de información entre las autoridades supervisoras competentes y de su derecho a la información con el *Documento de Datos Fundamentales para el Inversor* (DDFI), que sustituye al *folleto simplificado*, y es equiparable al existente en otros países de la Unión Europea; permite el empleo de las cuentas globales para la comercialización en España de fondos domiciliados en España, lo que aumenta la competitividad del sector al eliminar la discriminación frente a las IIC extranjeras que utilizan este mecanismo de comercialización, y facilitan que las IIC cedan en garantía una parte de los activos de su patrimonio, mejorando así sus posibilidades de financiación; y refuerza la actividad supervisora de la CNMV para que pueda adoptar aquellas medidas preventivas que sean necesarias para proteger los intereses de los inversores, y cooperar con las autoridades competentes de los Estados de la Unión Europea cuando fuere necesario.

En el año 2012, el Real Decreto 1082/2012, de 12 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, con el objeto de reforzar la competitividad de la Industria, y mejorar la supervisión por la CNMV. Así, incorpora al Derecho nacional los preceptos que aseguran el correcto funcionamiento del *pasaporte* europeo, que implica la posibilidad de que las SGIIC españolas gestionen IIC domiciliadas en otros Estados Miembros y que las IIC españolas sean gestionadas por sociedades de otros Estados Miembros; simplifica los trámites existentes entre las autoridades competentes y reduce los plazos de la Directiva 2009/65/CE, para que las IIC armonizadas puedan ser comercializadas en cualquier Estado Miembro, con independencia de su domiciliación; introduce una regulación armonizada de las estructuras de tipo principal-subordinado, que abre nuevas

oportunidades de negocio para las gestoras; y refuerza la protección al inversor con la ampliación de la información obligatoria que debe recibir, diferenciándola de las comunicaciones publicitarias, concretados en aspectos relativos al *Documento de Datos Fundamentales para el Inversor* con dos novedades sustanciales: armonizar de forma completa dicho documento para que se permita al inversor comparar fondos y sociedades armonizados de cualquier Estado Miembro, y presentar los datos de forma abreviada y fácilmente comprensibles para el inversor (CNMV, 2012).

Al año siguiente, la Ley 16/2013, de 29 de octubre, por la que se establecen medidas en materia de fiscalidad medioambiental y se adoptan otras medidas tributarias y financieras, que permite como novedad utilizar cuentas *ómnibus* desde el 1 de enero de 2014 para la comercialización de participaciones en fondos de inversión a nivel nacional (CNMV, 2013).

Y por último, la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, regula las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, siendo uno de sus objetivos adaptar el régimen de las sociedades gestoras que gestionan instituciones de inversión colectiva alternativa a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a gestores de fondos de inversión alternativa, por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010, lo que supone introducir una diferenciación entre las IIC armonizadas y las IIC alternativas, aunque manteniendo la estructura de la Ley 35/2003, que regulaba principalmente las IIC de tipo abierto y sus sociedades gestoras. Del mismo modo, también incluye como novedad los requisitos necesarios para su comercialización y gestión transfronteriza, entre ellos, el *pasaporte* europeo para los fondos de inversión alternativa de los Estados Miembros de la Unión Europea que son administrados por las gestoras de fondos de inversión alternativa autorizadas en Estados Miembros de la Unión Europea conforme a la Directiva 2011/61/UE.

2.3.3) Conocimiento y experiencia financiera

"La educación financiera ha de ser uno de los objetivos clave para gobiernos, reguladores y la industria financiera", según afirma Franssu[250] (Obervatorio Inverco, 2010).

La *educación financiera* es el proceso por el que los consumidores e inversores financieros mejoran su comprensión de los productos, conceptos y riesgos financieros y, a través de la información, la instrucción o el asesoramiento objetivo, desarrollan las destrezas y la confianza para ser más conscientes de los riesgos y oportunidades financieras, tomar decisiones bien fundadas, saber a dónde acudir en busca de ayuda y llevar a cabo otras actuaciones eficaces para mejorar su bienestar financiero (OCDE, 2005); y la *educación inversora* supone el aprendizaje y mejora de habilidades y conocimientos para tomar decisiones de inversión: seleccionar productos, decidir sobre su venta o gestión, y planificar la jubilación. Ambos conceptos constituyen la denominada *alfabetización financiera*, y que sumada a la información financiera y al asesoramiento financiero profesional suponen la solución política aceptada para desarrollar su capacidad en la toma de decisiones financieras (EFAMA, 2014).

En efecto, la educación financiera está adquieriendo cada vez una mayor importancia como consecuencia de las incertidumbres de la evolución económica y financiera de la sociedad, caracterizadas por la creciente complejidad de los mercados financieros, de las relaciones entre individuos y empresas, y de los productos y servicios financieros. Estos factores agudizan notablemente las vulnerabilidades en las que se encuentran los individuos con menor formación financiera (Carrillo y Lamamié de Clairac, 2011); con lo que representa un ingrediente importante para incrementar el conocimiento financiero e incidir en el comportamiento (Hilgert et al., 2003; Lyons et al., 2006; y Mandell, 2006), y supone una herramienta de estímulo del ahorro personal asociada a mayores tasas de ahorro y riqueza neta (Bernheim, Garrett y Maki, 2001).

Entre los condicionantes a los que se enfrenta un ahorrador, el más genérico, quizá, sea la cultura y experiencia financiera. Hasta la irrupción de una completa oferta de productos financieros, se limitaba a elegir fundamentalmente entre un depósito u otro tomando en consideración básicamente tres premisas: la rentabilidad, la seguridad de la entidad, y el servicio al cliente. En cambio, la amplia gama de productos financieros que existen actualmente en el mercado y la contribución de la tecnología para ponerlos a su disposición convierten a la educación en un factor determinante, siendo su ausencia un posible causante de una ineficiente asignación, incluso contraria a sus intereses. La cultura financiera no solo se puede adquirir mediante el estudio, sino también con la experiencia, puesto que amplía el conocimiento, además de otorgar un componente práctico siempre necesario (Bernal y Míguez, 2014). La educación financiera influye en el comportamiento financiero del inversor, y sumada a la experiencia, podría mejorarlo (Hogarth, Beverly y Hilgert, 2003).

El analfabetismo financiero está muy extendido en Estados Unidos y otras economías avanzadas hasta considerarlo "*una enfermedad generalizada de la sociedad que debe ser erradicada"*. Por una parte, el conocimiento de la población sobre conceptos financieros básicos como, por ejemplo, la tasa de interés compuesto, la inflación o la diversificación del

[250] Jean Baptiste de Franssu ha sido Presidente de Efama entre 2009 y 2011.

riesgo es muy pobre[251], y además, sólo una minoría tiene conocimientos sobre conceptos financieros sofisticados de los mercados de valores y la inversión en fondos; y por otra parte, destaca el fuerte vínculo entre la alfabetización financiera y la conducta del ahorro, los planes de la jubilación, el endeudamiento y la participación en los mercados financieros. De tal modo, los responsables políticos, las instituciones educativas, los gestores de inversiones y los inversores están implicados en su solución mediante el desarrollo de programas formativos, aunque son los reguladores los que deben liderar este desarrollo, siendo la información que deben trasladar imparcial y objetiva para que sean efectivos (Lusardi 2014), pues la baja alfabetización y la escasa información afecta a la capacidad de ahorro, y la ignorancia sobre los conceptos financieros básicos puede vincularse a una falta de planificación para la jubilación y a la ausencia de riqueza. Luego los programas de educación financiera, aunque requieren de mayor eficacia, ayudan a la toma de unas mejores decisiones financieras (Lusardi, 2008).

El aumento del conocimiento financiero ayuda a que las personas entiendan mejor las situaciones de ahorro, mejoren su estatus económico y alcancen una mayor seguridad económica, con lo que la educación financiera generalizada proporciona grandes beneficios sociales y económicos, y facilita a las familias más vulnerables la toma de unas mejores decisiones financieras (Gale, Harris y Levine, 2012). Es complicado para un inversor, en mi opinión, canalizar su ahorro en productos financieros que desconoce su funcionamiento. Warren Buffet, actualmente uno de los principales inversores y empresarios a nivel mundial afirma que *"nunca inviertas en un negocio que no puedas entender*". Vaan Rooj, Lusardi y Alessie (2008) indican que la ausencia de conocimientos financieros disminuye la probabilidad de participar en mercados de valores y que la educación financiera afecta a la toma de decisiones financieras. Estas conclusiones se reafirman en otro estudio posterior (2011) de los citados autores cuando concluyen que los individuos que tienen conocimientos financieros, a diferencia de los que nos los tienen, son más proclives a invertir en renta variable al igual que muestran una mayor propensión a planificar la jubilación.

Según Prache (2014), los ciudadanos tienen dos grandes oportunidades para alcanzar su educación financiera: la primera, en la escuela, cuando son adolescentes, y la segunda, en puntos de venta de productos financieros, cuando se reunen con intermediarios financieros (bancos, *brokers*,…). La escasa presencia de programas escolares de educación financiera durante últimas décadas hace que el papel de las gestoras de activos, las entidades comercializadoras y los asesores financieros sea crucial en la enseñanza de los conceptos básicos de los mercados financieros. La cada vez mayor brecha existente entre el nivel de alfabetización de los hogares y la creciente complejidad de las ofertas de productos financieros no es ajena a la pérdida de confianza que los inversores individuales tienen en general en los mercados financieros, fondos de inversión incluidos. Esta misma línea, Richards (2014) afirma que la reputación y la percepción que tienen los inversores y

[251] Lusardi y Mitchell (2008, 2011b, 2011c) diseñaron tres cuestiones sobre conceptos básicos de conocimiento financiero. La primera: *Imagine que tiene 100 dólares a un tipo de interés del 2%, después del 5º año, ¿cuánto dinero cree que tendrá si lo ha mantenido todo este tiempo para que rente? ¿Más de 102 $USD, 102 $USD, menos de 102 $USD, no sabe o no contesta?* La segunda: *Si el tipo de interés de su cuenta de ahorro es del 1% anual y la inflación está al 2% anual, después de 1 año, ¿podría realizar compras con este dinero? ¿más que hoy, menos, igual, no sabe o no contesta?*; Y la tercera: *¿Cree que la afirmación siguiente es verdadera, falsa, no sabe o no contesta? "La compra de acciones de una sóla compañía proporciona generalmente un retorno más seguro que un fondo de inversión"*. El porcentaje de encuestados que responden de forma correcta las tres preguntas indicadas es bajo tanto en Estados Unidos (30,2% año 2009) como en economías avanzadas como, por ejmplo, Suecia (21,4% en 2010), Italia (24,9% en 2007), Japón (27,0% en 2010), Francia (30,9% en 2011), Australia (42,7% en 2012), Holanda (44,8% en 2010), Suiza (50,1% en 2011) o Alemania (53,2% en 2009).

consumidores sobre los servicios financieros se han deteriorado por los problemas económicos y financieros mundiales de los últimos años.

Tidwell (2014) considera que la educación financiera proporciona las herramientas necesarias para que los inversores sean autosuficientes en la inversión en productos financieros, aunque no presupone que sus decisiones financieras sean acertadas, y para ello, los reguladores deben desempeñar un papel activo en su educación, diseñar, por defecto, opciones de inversión adecuadas, y asegurar que las actuaciones de los comercializadores en sus puntos de venta sean en beneficio de los inversores (Tidwell, 2014).

Siguiendo a Carrillo y Lamamié de Clairac (2011) el estudio publicado en 2005 por la OCDE con el título *Improving Financial Literacy Analysis of Issues and Policies* constituye una referencia imprescindible al recopilar los resultados de los estudios llevados a cabo en 15 países de la OCDE (entre los que no se contaba España) sobre el nivel de educación financiera de sus ciudadanos y el impacto positivo de los programas de educación llevados a cabo. Dichos resultados presentaban un elevado grado de similitud, lo que permitió alcanzar conclusiones muy relevantes. Entre ellas, que la mayor parte de los ciudadanos tiene dificultades para gestionar su situación financiera; que gran parte de la población no es capaz de evaluar los riesgos que está asumiendo y tiene dificultades para comprender y asimilar la información a su alcance; que los consumidores se sienten mejor capacitados en materia financiera de lo que realmente están y sobrevaloran sus conocimientos; que los consumidores consideran que la información financiera es difícil de encontrar y de entender; que no está generalizado el hábito de planificar con suficiente antelación, lo que aumenta las posibilidades de endeudarse y de tener dificultades cuando cambian las circunstancias personales (por ejemplo, en caso de un fallecimiento en la familia, de divorcio o de desempleo); que existe una alta correlación entre la cultura financiera y el estatus socio-económico de los encuestados, encontrándose las mayores carencias en los niveles más bajos de renta y de ahorro y con los menores niveles educativos. La insuficiente educación financiera no puede citarse como una de las causas originales de la crisis, aunque suele aceptarse que ha contribuido a agravar sus efectos. El desconocimiento de los riesgos por las familas había supuesto la adopción de decisiones financieras que resultaron particularmente inadecuadas con el cambio del contexto económico, con lo que se han visto atrapadas en situaciones críticas de sobre-endeudamiento, pérdidas inesperadas en el valor de sus activos financieros,… con lo que la educación financiera debe comenzar en la escuela para que la población se forme a la edad más temprana posible, y sus programas se enfoquen especialmente a los aspectos esenciales de la planificación financiera, y se orienten a la mejora en la capacitación financiera de los ciudadanos, teniendo en cuenta características y necesidades específicas de cada grupo de población. En definitiva, se trata de alcanzar un nivel de cultura financiera que permita un empleo consciente y productivo del ahorro familiar.

En España, la CNMV y el Banco de España promovieron un *Plan de Educación Financiera* con el objetivo de mejorar la cultura financiera de todos los segmentos de la población, tanto estudiantes como adultos, puesto en marcha en 2008 para el periodo 2008/2012, y actualmente renovado para el periodo 2013/2017. Este plan a incorporado no sólo la experiencia de otros países recogida en las recomendaciones de organismos como la Comisión Europea o la OCDE, sino que incluye también los aprendizajes que se han derivado de la crisis, entre ellos, la importancia del ahorro como factor de previsión y estabilización ante situaciones inciertas o complejas, y su consideración como herramienta que permite acumular de forma sistemática capital que, gestionado debidamente, permite alcanzar objetivos personales y/o familiares. No obstante, como dato, los resultados de la primera

evaluación de la cultura financiera entre los jóvenes del Informe del Programa Internacional de Evaluación de Estudiantes (PISA) realizada en 2012 indica que las competencias financieras de los jóvenes españoles de 15 años se quedan por debajo de la media de los 18 países participantes (CNMV, 2013, 2014).

Así, el pasado 5 de octubre de 2015 se celebró el primer Día de la Educación Financiera, en el marco del *Plan de Educación Financiera*, al que están adheridas numerosas instituciones y entidades para difundir entre la opinión pública y el sistema educativo la importancia de la planificación financiera, el ahorro y el acceso a la información como bases de la toma de decisiones económicas. Entre las instituciones que colaboran en el Día de la Educación Financiera, y además de la CNMV y el Banco de España, figuran los ministerios de Economía y Competitividad y Educación, Cultura y Deportes, las principales entidades financieras a través de sus asociaciones (AEB, CECA, UNACC, Asociación Hipotecaria Española y ASNEF) e instituciones como la Fundación ONCE, la Fundación Mapfre, la Fundación UCEIF, la Fundación de Estudios Financieros, Spainsif (Foro Español de Inversión Socialmente Responsable), Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, Fundación AFI, el Instituto de Estudios Financieros, así como las Cámaras de Comercio y el Instituto BME. Y también se celebró este mismo día 5 un acto para la entrega de los III Premios Escolares de Educación Financiera. Durante el último curso lectivo, más de 45.000 estudiantes de la ESO, repartidos en 520 centros públicos, concertados y privados, accedieron a los contenidos sobre este programa de Educación Financiera (Banco de España, 2015).

En esta línea, el legislador europeo cumple con las funciones que tiene encomendadas mediante la puesta en marcha de la normativa MiFID, que aumenta la protección de los inversores, ajustándola en función de su conocimiento y experiencia financiera, lo que impacta en las entidades que prestan servicios de inversión. Hasta su entrada en vigor, las entidades tenían que brindar un trato homogéneo a todos sus clientes y cumplir con las mismas normas de conducta, con independencia del conocimiento o experiencia financiera que tuviesen. Así, la Ley 47/2007 obliga a las entidades a que los clientes se clasifiquen en tres categorías: *cliente minorista*, *cliente profesional* y *contraparte elegible*, con el objeto de dispensar niveles o grados de protección diferenciados.

El *cliente minorista* es la categoría residual en la que los clientes poseen un menor nivel de conocimiento y experiencia financiera, y en consecuencia, reciben el mayor grado de protección al necesitar de una mayor tutela. Incluye a los clientes que no se les puede considerar como *clientes profesionales* o como *contrapartes elegibles*. A esta categoría pertenecen la gran mayoría de los clientes, principalmente son las personas físicas, los autónomos y las pymes, o en su caso, los clientes que hayan solicitado no ser tratados como *clientes minoristas*. En consecuencia, las entidades que prestan servicios de inversión deben cumplir todas las normas de conducta, como la obligación de conocer e informar al cliente, el registro de contratos o las relativas a la gestión de órdenes y la política de mejor ejecución.

El *cliente profesional* es la categoría en la que se le presume la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos, con lo que se le puede otorgar un menor nivel de protección, en particular, respecto de la obligación de conocerlo o de facilitarle información. Tienen esta consideración las entidades financieras y demás personas jurídicas que, para poder operar en los mercados financieros, hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea, los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y

supranacionales, como Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo, Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar, los empresarios que cumplan ciertas condiciones, al menos dos de tres, en cuanto a volumen del activo (igual o superior a 20 millones de euros), cifra anual de negocio (igual o superior a 40 millones de euros) o recursos propios (igual o superior a 2 millones de euros), los inversores institucionales y aquellos otros que lo soliciten, renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas y satisfagan ciertos requisitos relacionados con su experiencia y conocimientos. Por lo tanto, el nivel de protección en esta segunda categoría es intermedio.

Y en última instancia, tienen la consideración de *contrapartes elegibles* empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras; otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el derecho nacional de un Estado miembro; empresas que se dedican a la negociación por cuenta propia sobre materias primas o instrumentos financieros derivados sobre éstas o en mercados de instrumentos financieros derivados y de contado, y que hayan resultado excluidas del ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores (LMV); gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda, Bancos Centrales y organismos supranacionales y las entidades de terceros países equivalentes y las comunidades autónomas; y aquellos clientes profesionales que sean empresarios y así lo soliciten, respecto de aquellos servicios u operaciones para los que puedan ser tratados como tales. Respecto de las contrapartes elegibles, las entidades que presten servicios de inversión autorizadas para ejecutar órdenes por cuenta de terceros, negociar por cuenta propia o recibir y transmitir órdenes, pueden realizar estas operaciones o los servicios auxiliares directamente relacionados con éstas sin cumplir con norma de conducta alguna, siempre que dichas contrapartes sean informadas previamente de ello y no soliciten expresamente que se les apliquen. En esta tercera categoría se incluyen los clientes con el máximo nivel de conocimiento, experiencia y cualificación, y sobre ellos las entidades no tienen obligación de informar, ni deberes de registro y formalización de contratos, y ni obligaciones de gestión y ejecución de órdenes.

Las tres categorías indicadas, sin embargo, no se conciben como compartimentos estancos, pues existen procedimientos para modificar la clasificación en la que a priori se encuentran encuadrados los clientes, según establece la Ley del Mercado de Valores (LMV). De este modo, los clientes que son catalogados como *profesionales* o como *contrapartes elegibles* pueden solicitar mayor nivel de protección (de contraparte elegible a profesional; de contraparte elegible a minorista; de profesional a minorista), así como los *clientes minoristas* renunciar a ella, siempre que lo soliciten, cumplan ciertos requisitos y la entidad compruebe su conocimiento y experiencia financiera de acuerdo al procedimiento previsto a tal efecto.

Así, para que un *cliente minorista*, persona física o jurídica, sea considerado como cliente *profesional* a efectos *MiFID* debe solicitar el cambio de categoría y suscribir un documento en el que manifieste expresamente que cumple, al menos, con dos de los tres siguientes requisitos: que haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media superior a 10 operaciones por trimestre en los 4 trimestres anteriores, que dispone de un patrimonio en efectivo y en valores depositados en entidades financieras cuyo valor actual sea superior a 500.000 euros, y que ocupa actualmente o haya ocupado en el pasado, al menos, durante un 1 año, un cargo profesional en el sector financiero que requiere conocimientos sobre los servicios de inversión y auxiliares e instrumentos financieros. Y las personas jurídicas, que declaren cumplir a nivel individual, al menos dos de las tres siguientes condiciones en relación con el último ejercicio contable cerrado: volumen

del activo igual o superior a los 20 millones de euros; volumen de negocios neto igual o superior a los 40 millones de euros; y/o fondos propios por un valor igual o superior a 2 millones de euros.

La inmensa mayoría de la población se cataloga como *cliente minorista*, y su menor conocimiento sobre algunos productos financieros, más aún en fondos de inversión, queda reflejado con respecto al resto de los principales productos financieros.

Como hemos comentado, la normativa MiFID resulta de aplicación a los inversores, personas físicas o jurídicas, que contraten los productos sujetos a ella, no afecta a todos los productos ofrecidos por las entidades financieras, sólo algunos de ellos, y/o también a los clientes que reciban servicios de inversión de las entidades que los prestan.

Los productos MIFID se definen, en palabras sencillas, como aquellos productos financieros algo más complicados que la media (Barral, 2014), y la normativa MiFID los clasifica, según el cuadro nº 106, de la siguiente manera (Catalunya Caixa, 2014):

Cuadro nº 106

Productos no MiFID (1)	**Productos MiFID no complejos**	**Prodcutos MiFID complejos**
Cuentas a la vista (Disponible)	Fondos de inversión (excepto FII y Hedge funds)	Fondos de inversión inmobiliarios y hedge funds
Depósitos a plazo fijo	Cédulas hipotecarias	Depósitos sin capital garantizado
Depósitos a tipo variable con capital garantizado	Valores de renta fija privada (bonos, obligaciones, pagarés)	Participaciones preferentes
Seguros de vida-ahorro	Deuda pública	Deuda subordinada
Planes de pensiones	Valores negociables de renta variable (acciones)	Coberturas financieras

(1) No son productos MiFID otro tipo de seguros (no vida y vida-riesgo), ni las tarjetas bancarias ni los productos de activo (créditos, préstamos,…).

Los fondos de inversión, la renta fija y variable son productos MiFID, y por lo tanto, sujetos a su regulación, a diferencia de los depósitos, los seguros y los planes de pensiones, competidores relevantes de la indsustria de fondos de inversión.

Asimismo, MiFID identifica cinco niveles de conocimiento de los clientes que, a su vez, se corresponden con los mismos niveles de conveniencia de los productos financieros. Estos niveles son los siguientes (Catalunya Caixa, 2014):

-*Elemental*: Son clientes con poca formación y experiencia financiera a los que no se les recomienda invertir en productos MiFID, tanto complejos como no complejos.

-*Básico*: Son clientes con cierta formación y/o experiencia financiera, con conocimiento de productos que no comportan un nivel de conocimiento elevado porque son fácilmente comprensibles para la mayoría de las personas, y pueden contratar *productos MiFID de conocimiento básico*, esto es, aquellos en los que los posibles riesgos son el riesgo de mercado (posibilidad de pérdidas de valor en las posiciones mantenidas como consecuencia de cambios en las cotizaciones) y el riesgo de liquidez (limitaciones para disponer del dinero invertido con la suficiente rapidez y al precio adecuado).

-*Normal*: Son clientes con suficiente formación y experiencia financiera para realizar inversiones que requieren de una comprensión más específica por sus riesgos inherentes.

Estos clientes pueden contratar *productos MiFID de conocimiento normal*, esto es, aquellos en los que los posibles riesgos son el riesgo de mercado, riesgo de liquidez, riesgo de crédito (pérdida económica por la posibilidad de que el emisor no pueda hacer frente a sus pagos o se produzca un retraso en los mismos) y riesgo de variación de calidad crediticia del emisor.

-*Avanzado*: Son clientes con suficiente formación y experiencia financiera, con conocimiento de productos elevado tanto de las características como de los riesgos que asumen. Estos clientes pueden contratar *productos MiFID de conocimiento avanzado*, esto es, aquellos en los que los principales riesgos son el riesgo de mercado, riesgo de liquidez, riesgo de crédito, riesgo de variación de calidad crediticia del emisor, riesgo país en el caso de inversiones en valores de países emergentes y riesgo de divisa si se denomina en moneda diferente al *Euro*.

-*Experto*: Son clientes con una formación y experiencia financiera muy elevada, con lo que tienen un conocimiento suficiente del mercado financiero para invertir en cualquier producto MiFID incluidos los complejos, esto es, productos que, además de los riesgos genéricos de mercado, liquidez, emisor, divisa y país, algunos incluyen el concepto de producto apalancado (las ganancias o pérdidas del rendimiento sobre la inversión se puede multiplicar, por ejemplo, en el caso de los derivados), son sensibles a los precios del activo del subyacente y riesgo de contrapartida para aquellos derivados contratados fuera de mercados organizados[252].

Los niveles de conveniencia de los productos financieros anteriormente indicados se dividen en los siguientes subgrupos de acuerdo a su tipología, según indica el cuadro nº 107:

Cuadro nº 107

Niveles de conveniencia de los productos financieros
Nivel 0: Elemental
No se pueden ofrecer productos MiFID, sólo es posible ofrecer productos No MiFID.
Nivel 1: Básico
1.1. Deuda pública a corto plazo (vencimiento inferior a 12 meses).
1.2. Fondos de inversión monetarios y garantizados.
Nivel 2: Normal
2.1. Deuda pública a largo plazo (superior a 12 meses).
2.2. Renta fija privada no compleja (por ejemplo, pagarés u obligaciones corporativas).
2.3. Fondos de inversión de renta fija.
Nivel 3: Avanzado
3.1. Renta variable cottizada y derechos de suscripción preferente (no mercado secundario).
3.2. Renta variable no cotizada.
3.3. Fondos de inversión de renta variable y mixtos.
Nivel 4: Experto
4.1. Instrumentos híbridos (deuda subordinada y participaciones preferentes), renta fija privada compleja y derechos de suscripción preferente (mercado secundario), y renta variable convertible o privilegiada.
4.2. IIC no armonizadas (por ejemplo, fondos de inversión inmobiliarios).
4.3. Fondos de inversión de alto riesgo.
4.4. Derivados (tipo de cambio, tipo de interés, futuros) y warrants.
4.5. Productos estructurados (bonos con o sin garantía de principal a vencimiento), deuda convertible y estructuras complejas.

[252] Según el grado de organización o formalización, los mercados se clasifican en *mercados organizados* con ubicación, normativa, normalización y reglamentos, como, por ejemplo, la Bolsa; y *mercados no organizados (over the counter, OTC)* en los que no existen normas ni reglas de intercambio y las partes que intervienen fijan libremente las condiciones y características de los activos (Diccionario Expansión, 2015).

Así, a modo ilustrativo, la clasificación de los fondos de inversión de renta fija se corresponde con un nivel de conveniencia normal 2.3.

No sólo el legislador y los reguladores están realizando esfuerzos en esta dirección, también destaca el papel de las asociaciones nacionales miembros de EFAMA como, por ejemplo, *ALFI* (Luxemburgo), *IMA* (Reino Unido), *GVI* (Alemania), *AFG* (Francia), *Assogestioni* (Italia) o *INVERCO* (España), y de las principales sociedades gestoras que lideran en el mercado europeo, entre ellas, *BBVA AM*, *Blackrock*, *BNP Paribas Investment Partners*, *Franklin Templeton Investments*, *JP Morgan* o *M&G Investments* (EFAMA, 2014).

Expuestas la clasificaciónes establecidas por MiFID, considero que son muy adecuadas tanto para el inversor como para las entidades que prestan servicios de inversión en el conjunto de Europa, más aún incluso para el caso español, debido a que, en términos generales, el nivel educativo de la población española es inferior a la europea, según se desprende de los datos facilitados por *Eurostat*, aportados en el primer bloque de la Tesis.

En mi opinión, a pesar de los esfuerzos en la mejora de la cultura financiera en los estudiantes españoles como hemos indicado anteriormente, y por extensión, en la población española, existe aún un largo camino por recorrer. En esta línea, Bernal y Míguez (2014) indican que la cultura financiera del ahorrador español es cuanto mínimo insatisfactoria, y la posibilidad de que mejore con la experiencia financiera se ve lastrada por la elección, como opción mayoritaria hasta el momento, de los depósitos bancarios entre el abanico de productos financieros del mercado. Esta preferencia tiene sus efectos: el horizonte temporal de inversión, habitualmente un año, supone no pensar en horizontes temporales no determinados, lo que crea problemas de entendimiento con los periodos de maduración de otro tipo de activos financieros; la identificación del riesgo se relaciona con la entidad y no con el activo financiero en cuestión; la consideración de los depósitos bancarios como activos sin riesgo crea también complicaciones a la hora de conformar un patrimonio en el que se adecúen sus niveles de riesgo; el conocimiento de antemano de la rentabilidad supone no experimentar incertidumbres de los mercados financieros, lo que dificulta el pensamiento en términos de rentabilidad esperada o condicionada a la situación económica y financiera, aunque suponga asumir un riesgo de reinversión que sin embargo no suele ser percibido como cierto, aún cuando el descenso en los tipos de interés sea prolongado en el tiempo (como ocurre actualmente, por cierto); o la periodificación de sus intereses con la posibilidad de cancelación anticipada sin aplicar comisiones o sin detraer parte de los intereses minora su conocimiento sobre conceptos importantes como la volatilidad y sus consecuencias en la valoración de su patrimonio.

Sin embargo, Martínez-Aldama (2010) considera que se podría llegar a afirmar que la cultura financiera de los inversores españoles sería equiparable a la de los inversores europeos. Cerca del 70% de los inversores españoles en depósitos, fondos de inversión, planes de pensiones, bolsa y seguros afirma que su conocimiento financiero es adecuado. Esta afirmación se sustenta en el estudio sobre el perfil socio-cultural del inversor del Observatorio Inverco (2010). Aunque la encuesta no valora su nivel de conocimiento financiero, sino la percepción del mismo, el 52,9% de los encuestados consideran que su conocimiento financiero es medio, y sólo el 14,8% que éste es alto frente al 32,4% que es bajo. En cambio, las diferencias aumentan en los fondos de inversión, pues sólo el 14% considera que es alto frente al 50,3% que es bajo. De tal modo, esta última tipología de inversores suponen un segmento potencial a los que la Industria podría acceder, aunque, para ello, tendría que explicar e informar mejor de sus productos (Observatorio Inverco, 2010).

Aunque más de la mitad de los ahorradores aseguran tener un conocimiento medio y alto de los productos financieros, y pueda parecer obvio que los productos de ahorro más conocidos de los ahorradores sean los depósitos y los planes de pensiones, pero no por ser obvio deben abandonarse los esfuerzos por formar a los ahorradores y explicarles las posibilidades que también ofrecen otros productos financieros, como los fondos de inversión. Los ahorradores con un conocimiento bajo en los fondos de inversión representan un segmento potencial al que se podría acceder con formación e información, con lo que no deben escatimarse esfuerzos para conseguir que la población española en su conjunto disponga de un nivel de conocimiento financiero medio que le permita enfrentar las decisiones financieras del ciclo de vida con éxito, y explicar las indudables ventajas que representa la canalización del ahorro en fondos de inversión (Martínez-Aldama, 2010).

En este estudio del Observatorio Inverco (2010), con relación al nivel de estudios del cabeza de familia, el 80,8% de los ahorradores con estudios universitarios y el 72,5% de los que tienen estudios secundarios aseguraban que su conocimiento financiero era medio o alto, frente al 50,6% con estudios básicos que indicaban que era bajo. Así, cuanto mayor sea su nivel de estudios, mayor será su cultura financiera. Esta tendencia se agudizaba en mayor medida en el caso del conocimiento financiero de los fondos de inversión, puesto que el 62,1% de los que tienen estudios universitarios afirman que su nivel de conocimiento en fondos de inversión es medio o alto, frente al nivel de conocimiento bajo que acreditan el 63,4% de los ahorradores con estudios básicos. En esta misma línea, como veremos con mayor detalle posteriormente en la presente Tesis, en España, la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) y en la Eurozona, la Encuesta del Eurosistema sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (HFCS) encuentran que un mayor nivel educativo del cabeza de familia supone un mayor porcentaje de hogares que invierten en fondos de inversión en la canalización de su ahorro. Por lo tanto, es posible afirmar que cuanto mayor sea el nivel de estudios de los inversores, mayor sea su cultura financiera y mejor sea la información que manejan, mayor será el conocimiento financiero que tendrán sobre los fondos de inversión (López Suárez y Novoa, 2007; y Martínez-Aldama, 2010).

En otro estudio realizado posteriormente por el Observatorio Inverco (2014) entre partícipes de fondos de inversión en España denominado *II Estudio sobre partícipes: visión sobre los fondos de inversión y sus gestores*, los resultados alcanzados sobre el conocimiento financiero en fondos de inversión en España serían los siguientes: 9 de cada 10 partícipes conocen la categoría del fondo en el que invierten más patrimonio; el 76% conoce que pueden diferir el pago de impuestos hasta el momento del reembolso (en 2012 sólo el 60% lo sabía); el 57% conocen que pueden traspasar su inversión entre fondos sin tributar (en 2012 sólo el 43%); el 63% sabe que los fondos están regulados y/o supervisados por un organismo público; el 48% conoce que la inversión realizada en fondos se mantiene segura en caso de quiebra de la entidad comercializadora (frente al 41% en 2012); 7 de cada 10 afirma que los fondos obtienen su rentabilidad en los mercados financieros (en 2012 solo 5 de cada 10); y el 40% es consciente que detrás de la gestión de los fondos hay un profesional especializado (frente al 35% en 2012). Aunque Martínez-Aldama (2014) observa que se aprecia un incremento notable en el conocimiento de los partícipes, tanto desde el punto de vista del funcionamiento como del equipo profesional que los gestiona, considera que debería hacerse aún mayor esfuerzo para que conozcan en profundidad las ventajas que presentan los fondos de inversión en comparación con otros productos financieros.

2.3.4) Características de los fondos de inversión como producto financiero

Las cualidades que presentan los fondos de inversión tienden a favorecer en términos generales el desarrollo de la Industria de IIC.

La literatura identifica sus principales caraterísiticas: Matínez (2001) indica que la accesibilidad, la liquidez, la seguridad y la transparencia son atributos muy destacables, aunque no sean aspectos sencillos de cuantificar; Casas (2003) sostiene que contienen la mezcla más atractiva de los principales atributos de un instrumento financiero: liquidez, seguridad y rentabilidad; Barrero (2003), Casas (2003) y Córdoba (2005) valoran su accesibilidad a los distintos mercados financieros al aprovechar economías de escala, la gestión profesionalizada que desempeñan, sus honorarios competitivos, la diversificación de los activos en los que invierten y su flexibilidad en los planteamientos de rentabilidad-riesgo; Rouwenhorst (2004) destaca la mayor diversificación y liquidez que suponen frente a las inversiones directas en bonos y acciones, siendo sus costes para el inveror relativamente bajos; Marco y Ortiz (2006) afirman que permiten una colocación del ahorro más rentable, más diversificada y menos volátil que de forma individual; Martínez-Aldama (2010) destaca su gestión profesional, la seguridad que ofrecen, la relación rentabilidad-riesgo, sus ventajas fiscales, su liquidez, su diversificación y su transparencia; Jean Baptiste de Franssu (2010) indica que cualidades como diversificación, seguridad, gestión profesional, liquidez, fiscalidad y transparencia les convierten en el vehículo por excelencia del inversor individual; y Mardomingo (2012) indica que presentan ventajas frente a otros tipos de productos financieros de ahorro por su fiscalidad, su liquidez, su gestión profesionalizada, su diversificación, su acceso a los mercados financieros, su transparencia informativa y la supervisión de la CNMV, siendo instrumentos de inversión eficaces para los que desean acudir al mercado de títulos negociables a un precio competitivo con importes no elevados con la posibilidad de asumir los riesgos que se adecúan a toda tipología de perfil inversor. Estas cualidades se desarrollan a continuación:

2.3.4.1) Rentabilidad - riesgo

En España, el III Barómetro del Ahorro (2013) y la V Encuesta de Fondos de Inversión del Observatorio Inverco (2015) coinciden en señalar que entre los aspectos que tienen en cuenta los partícipes a la hora de contratar un fondo de inversión prevalece la rentabilidad sobre el resto de sus cualidades. A continuación se exponen sus conceptos básicos a tener en cuenta, algunos de ellos, desconocidos para muchos inversores, no sólo en fondos de inversión, sino también en otros productos financieros.

La rentabilidad de una inversión financiera es el rendimiento en un periodo de tiempo determinado, y relaciona el beneficio con los recursos que son necesarios para su obtención. A su vez, se suele emplear el concepto de *retorno* cuando se hace referencia a series periodales de rentabilidad de productos financieros.

Se puede concretar en intereses al vencimiento (por ej. depósitos a plazo); cupones periódicos (por ej. obligaciones del Estado); descuentos sobre el valor de compra (por ej. letras del Tesoro); dividendos (por ej. acciones); o en plusvalías obtenidas (por. ej. venta de acciones, fondos de inversión,...).

La *rentabilidad requerida* es el rendimiento que el inversor demanda de un activo, teniendo en cuenta su riesgo y condiciones; Y la *rentabilidad esperada* es el rendimiento que el inversor espera ganar con un activo, teniendo en cuenta el precio, el crecimiento potencial,… De tal modo, Roa (1999) indica que cuando el inversor coloca dinero en una inversión espera obtener en un tiempo determinado un rendimiento fijo o variable, dependiendo del activo en el que invierta.

Bernal y Míguez (2014) indican que la rentabilidad de una inversión es fruto de la combinación de distintas variables: el horizonte temporal, el riesgo a asumir, o los condicionantes culturales, económicos-financieros y del ciclo de vida. De esta forma, la rentabilidad no debe ser la premisa fundamental para conformar una cartera de inversión.

Los hogares disponen en la actualidad de númerosas alternativas de inversión, por lo tanto, la decisión de invertir es realmente compleja. En este sentido, deberían realizar previamente una planificación financiera con la finalidad de identificar sus necesidades, cuantificar sus objetivos, y establezcer un calendario.

Según Eguren, Elvira y Larraga (2009), la planificación financiera es el conjunto de decisiones que se toman durante la vida de una persona o familia con el objetivo de dar respuesta e intentar satisfacer las necesidades financieras actuales y futuras, mediante la óptima utilización de los recursos actuales y futuros. Para ello, el primer paso supone contemplar las necesidades financieras actuales e intentar prever, en la medida de lo posible, las futuras. Estas necesidades, que son de consumo, de inversión, de previsión y de protección, varían en función del ciclo vital del ahorrador. En este sentido, como hemos comentado anteriormente en el primer bloque de la Tesis, las familias tienen numerosas cuestiones que deben resolver, por ejemplo, la posibilidad de adquirir una vivienda, la educación de los hijos, las partidas que destinan al consumo, la incertidumbre sobre el momento de la jubilación, y/o la incidencia que tiene la fiscalidad en su ahorro, entre otras.

De tal modo, establecer el horizonte temporal de una inversión[253] evita que se confundan objetivos genéricos con fechas indeterminadas. Un ejemplo de ello, los inversores en participaciones preferentes motivados por el exceso de rentabilidad con relación a otras alternativas de inversión (por ejemplo, depósitos a plazo), aún cuando su vencimiento era indefinido y su liquidez reducida o prácticamente nula (Bernal y Míguez, 2014).

El *riesgo* es otra variable que condiciona la rentabilidad, siendo la definición de mayor aceptación la que lo considera como el grado de incertidumbre en el retorno de un activo (Universidad Politécnica de Valencia, 2013). Esta variable es una de las que cuenta con mayor peso en la decisión del inversor, y los profesionales de las finanzas suelen identificar riesgo con *volatilidad* (Bernal y Míguez, 2014), siendo ésta la medida estadística más utilizada para medir el riesgo en los mercados financieros (Coronado, 2003).

Así., la *volatilidad* mide la frecuencia e intensidad de los cambios en el precio de un activo y se define como la desviación típica de dicho cambio para un horizonte temporal específico, y en un fondo de inversión, ésta se define como el promedio anualizado de las

[253] Los objetivos de inversión corto plazo suelen vencer en menos de dos años; los de medio plazo se centran entre dos y cinco años, los de largo plazo rondan los diez años, y los de muy largo plazo superan los quince años (Bernal y Minguez, 2014).

variaciones diarias de su valor liquidativo en un período determinado respecto al valor medio del mismo en dicho período, y se suele expresar en tanto por ciento.

Este ratio indica, por lo tanto, si el valor liquidativo del fondo ha experimentado variaciones significativas o si se ha mantenido estable, con lo que permite comparar su evolución con otros fondos en el mercado. Una mayor *volatilidad* implica un mayor riesgo por la existencia de valores distantes, por arriba o debajo, sobre su valor medio, es decir, una inversión será más arriesgada que otra cuanto más variabilidad tengan sus rendimientos[254].

El tiempo restante hasta la consecución de los objetivos determina la asunción de riesgo en una inversión. En términos generales, un menor tiempo significa un menor riesgo, y viceversa. Una forma de controlar el riesgo sería adecuar la cartera de inversión a los horizontes temporales de los objetivos marcados previamente mediante una diversificación adecuada de las mismas, y un control estrecho de su liquidez (Bernal y Míguez, 2014).

En efecto, la duración[255] de un fondo de inversión es uno de los factores que deberán tenerse en cuenta, por ejemplo, para ajustar el producto al perfil de riesgo. Los fondos de inversión adecúan su política de inversión a todos los horizontes temporales, desde el muy corto plazo hasta el medio o largo plazo, aunque es conveniente que el inversor mantenga sus participaciones, al menos, durante el horizonte que indica su folleto.

El horizonte temporal y los objetivos personales son factores importantes de cara a conseguir que la inversión en fondos satisfaga el plan financiero que se ha marcado el inversor. De este modo, los objetivos a medio y largo plazo como, por ejemplo, costear los estudios superiores de los hijos o la creación de un capital con vistas a la jubilación son alcanzables mejor con carteras que priman la renta variable: las fluctuaciones en el corto plazo de los mercados quedan corregidas por el potencial de revalorización de la renta variable a lo largo del periodo total considerado; y los planes a corto plazo más inmediatos como son, por ejemplo, la compra de un coche o las vacaciones de verano tienen como objetivo prioritario la preservación del capital, con lo que tiene mayor sentido invertir el ahorro en fondos conservadores (por ejemplo, monetarios o de renta fija) (BBVA, 2015).

El III Barómetro del Ahorro del Observatorio Inverco (2013) indica que, atendiendo al plazo de la inversión, aumenta el número de ahorradores que invierte pensando en un plazo superior a tres años, alcanzando el 18% (frente al 15% en 2011). Sin embargo, los ahorradores españoles continúan siendo fundamentalmente cortoplacistas, 8 de cada 10 invierte con un plazo inferior a 3 años.

[254] No obstante, según Colombás (2014), la ausencia de *volatilidad* no significa la ausencia de riesgo, bien porque el riesgo puede provenir de la ausencia de liquidez (los activos menos líquidos parecen menos volátiles que los sujetos al escrutinio continuo de los inversores como, por ejemplo, las inversiones en capital-riesgo, algunos *hedge funds*, inversiones en inmuebles…), o bien porque la ausencia de volatilidad no detecta los riesgos asimétricos como, por ejemplo, cuando un activo genera una renta pequeña y estable pero en eventos poco probables genera grandes pérdidas, con lo que la volatilidad no será alta y el riesgo puede llegar a serlo. Este es el caso del efecto que tuvo la crisis financiera *subprime* en algunos fondos de inversión conservadores (como hemos comentado anteriormente en la Tesis).

[255] La duración permite estimar cómo responderán los activos de renta fija ante las variaciones de los tipos de interés. Cuando los tipos bajan, el precio de los valores de renta fija sube para poder igualar la menor rentabilidad que ofrecen las nuevas emisiones. Si los tipos suben, el resultado es el contrario.

El perfil de riesgo del inversor se define por su tolerancia y/o aversión al riesgo como la capacidad de asumir oscilaciones y/o pérdidas en la valoración de una inversión. Esta información es relevante en relación con la restricción de activos, la sofisticación de la gestión, el binomio rentabilidad-riesgo, el horizonte temporal o las necesidades de liquidez. En efecto, CatalunyaCaixa (2014) define cuatro perfiles de riesgo del inversor que se corresponden con los cuatro perfiles de riesgo de los productos financieros que comercializa: *conservador*[256], *prudente*[257], *dinámico*[258] y *agresivo*[259].

En España, según el III Barómetro del Ahorro del Observatorio Inverco (2013), desde 2009 se ha reducido el número de ahorradores con un perfil *dinámico*, y el 62% se definen como *conservadores*, más del doble que la cifra registrada en 2009 (sólo representaban el 26%), con lo que los atributos más importantes a la hora de escoger un producto financiero, lógicamente, son seguridad y rentabilidad. No obstante, en la medida en que la crisis financiera ha remitido considerablemente, y la crisis económica continue mejorando, la mayoría de inversores *conservadores* (62%) volverán a autocalificarse como *moderados*, por ser circunstancias que modifican su perfil de riesgo (Martínez-Aldama, 2014).

El objetivo fundamental en una inversión se puede expresar de dos maneras bien diferenciadas: maximizar su retorno dado un nivel de riesgo o minimizar el riesgo dado un nivel de retorno. La *diversificación* como política de inversión ayuda a tal fin, pues la inversión se distribuye entre diferentes clases de activos y mercados para obtener rendimientos más regulares en el largo plazo y reducir el nivel de riesgo de la cartera. El objetivo de la diversificación, por tanto, supone la inclusión de activos descorrelacionados, es decir, activos complementarios sin un patrón de crecimiento similar.

Los fondos de inversión permiten la *diversificación* gracias a su estructura de funcionamiento: reparten la inversión entre una gran variedad de activos y mercados, en ocasiones de difícil acceso y con unos costes elevados para el inversor de forma individual, pero siempre estando sujetos a una regulación que ampara su actividad. También pueden establecer unos parámetros adicionales como, por ejemplo, que la inversión en los activos de un mismo emisor no pueda superar el 5% de su patrimonio bajo gestión con lo que, si quebrara un emisor, el partícipe sólo estaría afectado en dicho porcentaje como máximo.

De este modo, existen diversas formas de lograr la diversificación: por categorías de inversión o clases de activos (la agregación a la cartera de una nueva clase de activo mejora su rendimiento sin aumentar el riesgo[260]), por regiones geográficas (cada área geográfica tiene sus propios ciclos económicos, bursátiles, así como factores políticos, sociales y culturales que motivan una trayectoria diferenciada), por sectores industriales (dependiendo de la fase del ciclo económico habrá sectores más favorecidos que otros; por eso, el inversor ha de

[256] Inversores que desean aprovechar oportunidades pero asumiendo poco riesgo y sin apenas oscilaciones en sus inversiones. Buscan rentabilidades conocidas.
[257] Inversores que desean asumir un cierto riesgo a cambio de mejorar las rentabilidades potenciales aceptando ciertas oscilaciones. Están dispuestos a tolerar pequeñas pérdidas puntuales.
[258] Inversores que desean asumir riesgo a cambio de una mayor rentabilidad potencial. Están dispuestos a tolerar pérdidas durante cierto tiempo a cambio de mayores retornos a futuro.
[259] Inversores que buscan la mayor rentabilidad, asumiendo mayores riesgos. Son conscientes de que pueden experimentar pérdidas importantes de capital pero lo aceptan a cambio de la mayor rentabilidad potencial.
[260] Por ejemplo, la diversificación entre fondos de renta variable y bonos. Históricamente, la renta variable ha ofrecido potencial de revalorización del capital mientras que los bonos han proporcionado una renta estable. La combinación de renta variable y bonos en la proporción adecuada puede ayudar a los inversores a afrontar cambios en los mercados, así como a preservar e incrementar el patrimonio del inversor en el tiempo.

incluir en la cartera en cada momento y con diferentes ponderaciones fondos de los sectores con las mejores perspectivas de ganancia); por estilos de inversión (los principales son de crecimiento[261] y valor[262]; la combinación de ambos ha mejorado históricamente la rentabilidad de las carteras, al mismo tiempo que ha proporcionado los resultados más consistentes en el tiempo) y por tamaños de empresa (para que el inversor puede combinar fondos que inviertan en empresas de diversos tamaños; con frecuencia, la inversión en empresas de elevada capitalización bursátil presentan beneficios más estables y predecibles; sin embargo, las pequeñas empresas cuentan, en ocasiones, con ventajas competitivas que escapan a las grandes) (BBVA, 2015).

El incremento en el número y la variedad de mercados permite una cada vez mayor diversificación. En efecto, Martin y Grey (2000) encuentran que los bajos costes de transacción entre mercados aumentan la capacidad de diversificación de los fondos de inversión. Ahora bien, Balarezo (2010) indica que la necesidad de ser selectivo en la diversificación internacional entre países, ya que sólo será beneficiosa cuando el país de origen no cointegre con el mercado extranjero. En esta línea, Taylor and Tonks (1989) afirmaban hace más de veinte años que la diversificación en mercados altamente dependientes supone que las ganancias potenciales de los inversores por este motivo no serán sustanciales.

La diversificación y el control de riesgo son dos aspectos que deberían ser valorados positivamente por el inversor que canaliza sus ahorros en fondos de inversión. Así, una cartera de inversión globalizada canalizada a través de fondos debe permitir, en teoría, beneficiarse de una disminución del riesgo siempre que sea eficiente. Sin embargo, esta presunción no siempre se cumple: Detzler y Wiggins (1997), Aiello y Chieffe (1999) y Engstrom (2001) afirman que los fondos no aumentan su eficiencia aunque incrementen su capacidad de diversificación; Matallín y Gil de Albornoz (2001, 2005) sostienen que la selección de activos[263] no resulta significativa y su sincronización con el mercado[264] internacional es inferior al doméstico, aunque su tamaño afecta de manera positiva a la eficiencia siempre que su volumen sea significativo, de tal forma que los fondos de tamaño intermedio alcanzan una mayor eficiencia que los de nivel superior, pues aumentan ligeramente su ineficiencia, y que los de tamaño inferior, al ser considerado su tamaño un riesgo adicional a su pervivencia; y Fernández y Luna (2006) encuentran una mayor eficiencia en los fondos de tamaño intermedio.

Por una parte, la gestión financiera enfoca los objetivos de inversión a largo plazo en general en los hogares mediante dos estrategias diferenciadas: bien mantener el poder adquisitivo y/o una rentabilidad estable, o bien perseguir obtener rendimientos superiores, y por otra, el inversor racional escogerá entre las alternativas de inversión que ofrezcan el máximo retorno esperado dado un nivel de riesgo, o el mínimo riesgo dado un nivel de retorno esperado.

En el caso de las IIC los inversores pueden evaluar el perfil de riesgo-rentabilidad empleando el *Indicador sintético del riesgo y la remuneración* (ISRR), que clasifica a las IIC

[261] Comprende empresas jóvenes e innovadoras en las que la prioridad es expandir el negocio.
[262] Se centra en compañías infravaloradas en un momento determinado.
[263] Tiene como finalidad la extracción de la cartera de inversión los activos que están temporalmente infra o sobrevalorados por el mercado.
[264] Hace referencia al objeto de incrementar o disminuir el riesgo a asumir por activo en función de los movimientos alcistas o bajistas esperados en el mercado.

en una escala del 1 al 7 en función de su volatilidad histórica[265], y representa, por lo tanto, distintos niveles de riesgo y remuneración, de tal forma que a mayor riesgo corresponde, potencialmente, una mayor remuneración (Uría y Menéndez, 2012), con lo que no es una medida de riesgo de pérdida de capital de un fondo de inversión sino que se trata de un indicador de las fluctuaciones, tanto al alza como a la baja, del valor del fondo.

Por lo tanto, la rentabilidad es un concepto complejo sobre el que inciden numerosos factores, pero que despierta el interés del inversor y que condiciona sus decisiones de inversión sobre cualquier producto financiero, y los fondos no son ajenos a esta realidad.

Para el inversor, conocer la rentabilidad de un fondo supone calcular el porcentaje de variación de su valor liquidativo entre la fecha de suscripción y reembolso: cuando el ratio resultante es menor que 1, se obtienen pérdidas, puesto que el valor recuperado es menor que el invertido, y si es superior a 1, ganancias; y para el gestor, es el resultado de dividir el rendimiento total del fondo entre su patrimonio medio (Coronado, 2003).

El cuadro nº 108 detalla la revalorización del mercado y las sucripciones netas de los inversores en la Industria:

Cuadro nº 108

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total 2001/2013
Revalorización del mercado														
Europa (1)	-367	-593	+236	+255	+737	+484	+158	-1480	+798	+662	-186	+690	+420	+1814
España (2)	-5	-11	+8	+7	+12	+13	+6	-12	+7	-1	-1	+6	+9	+38
Suscripciones netas														
Europa (1)	+424	+271	+304	+283	+505	+522	+228	-356	+185	+326	+5	+307	+410	+3414
España (2)	0	+4	+28	+18	+14	-5	-20	-67	-13	-26	-11	-15	24	-67

(1) Europa: Revalorización del mercado y suscripciones netas del patrimonio UCITS y Non-UCITS del año de referencia. (2) España: Revalorización del mercado y suscripciones netas del patrimonio en fondos mobiliarios del año de referencia. Datos en miles de millones de euros corrientes (%). Fuente: EFAMA, CNMV y elaboración propia (30.09.2014).

Son numerosos los estudios que han analizado la influencia de la rentabilidad y otros conceptos relativos a ella (riesgo a ausmir, persistencia de resultados, flujos patrimoniales,…) en la industria de fondos de inversión, aspectos verdaderamente relevantes. Entre ellos, destacan los siguientes:

Kritzman (1983) apuntó hace más de tres décadas que el criterio principal de los inversores al elegir fondos de inversión son sus resultados pasados por ser fácilmente cuantificables, con lo que la rentabilidad es lo primero que intuitivamente buscaban.

Posteriormente, Capon, Fitzsimmons y Prince (1996) indicaron que el criterio de selección del inversor se basaba en la rentabilidad obtenida. Más aún, Detzel y Weigand (1998) observaron que los fondos dedicaban a esta cuestión mayor espacio en sus publicaciones en vez de advertir a los inversores de los riesgos que podían suponer asumir estrategias de inversión basadas exclusivamente en rentabilidades pasadas.

[265] El perfil de riesgo de un fondo de inversión se define como *conservador* (escalas 1 y 2) cuando su volatilidad es inferior al 2%; prudente (escala 3) cuando es mayor o igual al 2% y menor del 5%; dinámico (escalas 4 y 5) cuando es mayor o igual al 5% y menor del 15%; y agresivo (escalas 6 y 7) cuando es mayor o igual al 15%, aunque siempre que un fondo cotice en divisa diferente del *Euro*, se considerará que es agresivo, ignorando el resultado del cálculo anterior para tener en consideración el riesgo de tipo de cambio (CatalunyaCaixa, 2014).

Más recientemente, Wilcox (2003) afirma que la rentabilidad influye en el inversor, diferenciando la acumulada a largo plazo, la más importante, de la que se obtiene a corto plazo. En cambio, Toledo y Marco (2006) indican que el inversor no tiende a considerar rentabilidades históricas que superen los dos últimos años.

Mientras Torre y García (2001) sostienen que el inversor emplea la rentabilidad histórica como una de las principales variables en su decisión a la vez que muestra una escasa preocupación por el riesgo que asume, Blake y Timmermann (2003) critican el uso de la rentabilidad pura como determinante en la decisión del inversor. La elección de fondos de inversión de alto riesgo sin valorar su riesgo, quedaría así justificada por la rentabilidad, pues en el largo plazo obtienen mejores resultados que los que asumen menor riesgo.

La distinción entre la rentabilidad pura y la rentabilidad ajustada a riesgo resulta fundamental para evitar equivocaciones a la hora de seleccionar fondos. Valvuena (2014) indica que los inversores buscan una gestión eficiente y una rentabilidad coherente con sus expectativas en los fondos seleccionados, binomio rentabilidad-riesgo a un coste razonable[266].

Los principales indicadores del rendimiento de los resultados (*performance*) son necesarios para evaluar la rentabilidad ajustada por riesgo en operaciones o inversiones financieras (Gómez-Bezares, 1989), con lo que, lógicamente, los fondos de inversión no son una excepción. Para ello, serán precisos conocimientos básicos de finanzas, aunque, como hemos comentado anteriormente, la limitada educación financiera de los inversores minoristas impide su empleo de forma masiva. Entre ellos, destacan los siguientes:

Los índices de referencia (*benchmarks*) permiten al inversor comprobar el comportamiento del fondo en el que invierte. Si el fondo de inversión logra mayor rentabilidad que su *benchmark*, el inversor considera que el gestor ha aprovechado las oportunidades que se le han presentado. Los *benchmarks* en los fondos de inversión tradicionales son los índices bursátiles o los de tipos de interés, a diferencia de los *hedge funds* en los que la falta de regulación y transparencia y/o la posibilidad de que el gestor cambie su estrategia inicial complican esta valoración (Brun, 2006).

Según Cambón (2011), los *benchmarks* se emplean en la construcción de medidas de rendimiento que permiten analizar la rentabilidad de los fondos de inversión, siendo los indicadores tradicionales más frecuentes de rentabilidad absoluta, el índice de Treynor y el ratio de Sharpe, y los de rentabilidad relativa, el *alfa* de Jensen.

El índice de Treynor (1966) mide el diferencial de rentabilidad obtenido sobre el activo libre de riesgo por la unidad de riesgo sistemático del fondo representado por su *beta*.

$$T_{fondo} = (R_{fondo} - R_{sin\ riesgo}) / \beta_{fondo}$$

Donde T_{fondo} = índice de Treynor del fondo; R_{fondo} = rentabilidad del fondo; $R_{sin\ riesgo}$ = rentabilidad del activo libre de riesgo; β_{fondo} = riesgo sistemático del fondo.

[266] En España aún existen numerosos fondos de categorías de reducido riesgo (renta fija a corto plazo, monetarios,..) o indexados (gestión pasiva) con comisiones propias de fondos de renta variable internacional.

Beta (β) es una medida de riesgo sistemático[267] entendida como la sensibilidad de un activo financiero ante cambios en la rentabilidad del índice de referencia[268]; y en el caso de los fondos de inversión, mide la variación media de su valor liquidativo para una fluctuación del 1 por ciento del índice de referencia.

Una *beta* igual a 1 significa que el fondo de inversión reproduce exactamente las fluctuaciones del mercado; inferior a 1 que las atenúa tanto al alza como a la baja; y superior a 1 que las amplifica. Los fondos con una *beta* superior a 1 asumen un mayor riesgo que los fondos con una *beta* inferior a 1. De tal modo, una *beta* alta implica una rentabilidad esperada más alta, pero también un mayor riesgo. En cambio, una *beta* baja implica una rentabilidad esperada inferior, pero también un menor riesgo.

En opinión de Diego Fernández, director de selección de fondos en *A&G*, la *beta* tiene sentido en estrategias con una distribución normal de retornos y una gestión ligada al *benchmark*, y deja de tenerlo a medida que explica menos la rentabilidad del fondo. Por ejemplo, en las estrategias de renta variable resulta útil para adquirir una primera idea de cómo de agresivo o defensivo es un gestor (Graña, 2014).

Tomar el riesgo sistemático como medida de riesgo implica suponer una gestión eficiente del fondo, es decir, que queda anulado el riesgo específico de los activos mediante la diversificación. Es razonable, por tanto, remunerar a los inversores sólo por el riesgo sistemático que soportan. De este modo, cuanto mayor sea, mejor ha sido la gestión del fondo.

El ratio de Sharpe (1968) se define como el rendimiento generado sobre el activo sin riesgo por cada unidad de riesgo asumida.

$$S_{fondo} = (R_{fondo} - R_{sin\ riesgo}) / V_{fondo}$$

Donde S_{fondo} = ratio de Sharpe del fondo; R_{fondo} = rentabilidad del fondo; $R_{sin\ riesgo}$ = rentabilidad del activo libre de riesgo; V_{fondo} = volatilidad del fondo.

El numerador denota el diferencial de rentabilidad que el fondo ofrece respecto al rendimiento que puede obtener el inversor mediante activos sin riesgo, mientras que el denominador indica la variabilidad en el rendimiento del fondo.

Es una medida sobre la eficiencia del gestor y permite medir la calidad de los resultados de un fondo en relación con su índice u otros fondos, aunque para evitar equívocos sólo debería ser empleada para comparar inversiones homogéneas. Cuanto mayor sea este valor, mejor ha sido la gestión del fondo en el pasado. En general, un valor mayor de 1 es positivo.

[267] El riesgo sistemático o de mercado es una parte del riesgo total que depende de factores generales de coyuntura económica que inciden sobre el comportamiento de los precios en el mercado de valores, y no será posible eliminarlo mediante la diversificación. Por eso, también se denomina riesgo no diversificable.

[268] Habitualmente el mercado o índice de referencia (*benchmark*) corresponde al índice bursátil más representativo donde se negocia el activo financiero. Por cierto, es bastante improbable que tome valores negativos (comportamiento inverso al del mercado en el que se negocia), pues se asimilaría a la contratación de una especie de *seguro* ante los posibles movimientos adversos del mercado. Por lo tanto, activos *refugio* pueden existir en determinados metales preciosos como el oro, sobre todo en épocas de crisis financieras, aunque sean activos financieros (Diccionario Expansión, 2015).

Además, el ratio de Sharpe[269] incorpora un elemento de sentido común: cualquier inversión con riesgo que no alcance una mayor rentabilidad que el activo libre de riesgo, presenta una ratio de Sharpe negativa, que debería ser rechazada desde un punto de vista puramente teórico. Tiene un carácter más universal que el índice de Treynor o el *alfa* de Jensen, puesto que considera el riesgo total, tanto específico[270] como sistemático.

Carlos Fernández, profesor del *IEB* y gestor de *Alinea Global*, la SICAV de *MCH Investment Strategies*, indica que el ratio de Sharpe puede generar resultados equívocos si la distribución de probabilidad de los rendimientos no es normal, no funciona del todo bien en carteras que hacen un uso muy activo de derivados, y tampoco es correcta su utilización en carteras ilíquidas, aunque, en opinión de Satiago Daniel O´Davoren, director de productos de inversión de *Deutsche Bank* y profesor del *IEB*, también puede ser utilizada desde un punto de vista puramente inversor para saber qué paga más para el riesgo asumido. En efecto, lo que realmente subyace en esta ratio es que dos inversiones con una misma ratio serían equivalentes en cuanto a su relación riesgo-rentabilidad con lo que implícitamente todos los mercados deberían estar alineados en un gráfico volatilidad versus rentabilidad, puesto que el ratio de Sharpe es la inclinación de la recta entre un determinado mercado y el mercado libre de riesgo. Sin embargo, la realidad indica lo contrario y los mercados forman una curva convexa. En efecto, el ratio de Sharpe de la renta variable es menor que la de la renta fija, y ésta, a su vez, menor que la del mercado monetario. Así por ejemplo, este ratio en un fondo monetario tiende a infinito, puesto que su volatilidad es casi cero, pero eso no significa que sea la mejor alternativa de inversión (Graña, 2014).

El *alfa* de Jensen (1968) mide la rentabilidad en términos absolutos y compara la rentabilidad esperada de un activo, es decir, la que corresponde al riesgo sistemático que asume, con la realmente obtenida.

$$\alpha_{fondo} = R_{fondo} - E[R_{fondo}] = R_{fondo} - [\ R_{sin\ riesgo} + \beta_{fondo}\ (R_{mercado} - R_{sin\ riesgo})]$$

Donde α_c = *alfa* de Jensen del fondo; R_{fondo} = rentabilidad real del fondo; $E[R_{fondo}]$ = rentabilidad esperada del fondo; $R_{sin\ riesgo}$ = rentabilidad del activo libre de riesgo; $R_{mercado}$ = rentabilidad del mercado; β_{fondo} = riesgo sistemático del fondo.

En función de que el fondo de inversión supere, iguale, o se sitúe por debajo del rendimiento esperado, tendrá un *alfa* positivo, neutro o negativo. Un a*lfa* positivo indica un buen desempeño por parte del gestor, y cuanto mayor sea, mejor ha sido la gestión del fondo. Un aumento de su rentabilidad por aumento de su riesgo sistemático no se refleja en el *alfa*.

Ruiz Martín (2007) indica que la calidad de la gestión de un fondo se debe medir en relación a su *benchmark*. En este sentido, el *alfa* de Jensen proporciona información acerca del exceso de rentabilidad que es capaz de generar el gestor sobre la media del mercado, permite conocer si el fondo está bien gestionado, y comparar fondos con universos y estilos

[269] Muy en línea con el ratio de Sharpe está el índice de Sortino, que se calcula restando la rentabilidad de la cartera a la rentabilidad mínima que se le quiera exigir a la inversión, dividiendo el resultado entre la desviación típica. En este sentido, cuanto mayor sea este índice, será mejor para el inversor.

[270] Un riesgo específico es la parte del riesgo total que depende de las características específicas del emisor (naturaleza de sus actividades, solvencia financiera o competencia de la gerencia, entre otras), y se puede disminuir o casi anular si gestiona adecuadamente. También se denomina riesgo diversificable. En este sentido, una cartera con varios valores poco correlacionados puede conseguir reducirlo (Coronado, 2003).

de gestión homogéneos (*betas* similares, por ejemplo), aunque entre fondos de renta fija esta ratio pierda valor de representatividad, según Ana Guzmán, subdirectora del Máster en Gestión de Carteras del *IEB* y corresponsable de *Abeerden* en España (Graña, 2014).

Entre estas tres medidas, Ruiz Martín (2007) considera que cuando un fondo representa una parte pequeña de la cartera del inversor, resulta más adecuado como referencia de *performance* el *alfa* de Jensen o el ratio de Treynor, pues su contribución a la cartera dependerá del riesgo de mercado. En cambio, cuando supone una gran parte o la totalidad de la cartera del inversor, más apropiado es el ratio de Sharpe.

En definitiva, las medidas de rendimiento Sharpe, Treynor y Jensen permiten una comparación de la eficiencia de un fondo de inversión. Un comportamiento correcto significaría que el índice elegido crece con la rentabilidad y decrece con el riesgo (y a la inversa en caso de ineficiencia).

En efecto, tradicionalmente las rentabilidades de las carteras, según se ha indicado anteriormente, se descomponen en *beta* (rentabilidad del mercado) y *alfa* (rendimiento aportado por el gestor). Sin embargo, factores como el estilo de las compañías, el tamaño de los valores o el *momentum* pueden explicar su *alfa*. De este modo, la mayor parte de la rentabilidad que pueda obtener un gestor activo es básicamente el resultado de la exposición a una serie de factores, con lo que su justificación para cobrar comisiones elevadas es reducida, y por otra parte, el verdadero gestor activo también tendrá que demostrar que puede obtener una rentabilidad por encima del mercado una vez deducida la influencia de la exposición a estos factores. En este sentido, está emergiendo el desarrollo de las estrategias *smart beta* (beta estratégico) que consisten en productos de inversión, mayoritariamente *ETF*, que siguen determinados índices con el fin de aumentar el rendimiento o modificar el riesgo frente a los índices de referencia tradicionales. Los *ETF* de beta estratégico[271] no constituyen un riesgo para los fondos de gestión pasiva tradicionales, puesto que los inversores que quieran tener una exposición a un determinado mercado seguirán favoreciendo los índices de capitalización bursátil por ser una representación más fiel del mercado en su conjunto. En cambio, pueden constituir una amenaza para los fondos de gestión activa, especialmente para aquellos que cobran comisiones de gestión altas (Morningstar Equity Analyst, 2015).

Además de estas tres medidas de *performance* indicadas, existen otras medidas adicionales. Entre ellas, destacan *return to risk ratio*, *tracking error* y *ratio de información* (Ruiz Martín, 2007).

El *return to risk ratio* se calcula dividiendo la rentabilidad media entre su *desviación típica* para un periodo de tiempo determinado.

El *tracking error* es la desviación estándar de las diferencias de la rentabilidad de un fondo con respecto a su *benchmark*. Por lo tanto, cuantifica la distancia de dicha diferencia con respecto a la diferencia media. Coloquialmente es como la libertad que toma un gestor para invertir en activos fuera del índice de referencia[272]. Es una medida de riesgo relativo.

[271] Los ETFs de gestión activa no replican un determinado *benchmark* como los ETFs de beta estratégico sino que lo que pretenden es superar la rentabilidad de ese índice de referencia (Morninstar Equity Analyst, 2015).
[272] Entre las diversas formas que existen para asumir tracking en una cartera destaca la elección de activos fuera del índice, el cambio de los pesos de los activos o sectores del índice o la inversión en otras zonas geográficas.

Así, cuanto más bajo sea el *tracking error*, más estrechamente seguirá el gestor su *benchmark* (y viceversa), con lo que previsiblemente se alejará menos (o más) en su rentabilidad con respecto al índice. Por ejemplo, según Juan Merino, analista senior de *Santander AM*, profesor del *IEB* y de *CIFF Business School*, *el tracking error* ante una gestión pasiva del fondo se mantendrá lo más bajo posible (intervalos orientativos entre el 0% y el 2%)[273] y ante una gestión activa será más elevado (superior al 5%) (Graña, 2014).

Sin embargo, el *tracking error* puede ser insuficiente a veces para evaluar el grado de gestión activa que se realiza en un fondo. Un ejemplo es un fondo en el que el gestor de la cartera solo seleccione los valores que estén fuera del índice de referencia, pero que reproducen la misma estructura del índice a nivel sectorial y geográfico. A pesar de estar haciendo una gestión activa, su tracking error será bajo debido a que la divergencia con la estructura del índice también lo es. De tal modo, se está empezando a contemplar un nuevo ratio, denominado *active share*, por la necesidad de identificar a los gestores que realmente realizan una gestión activa, y se define como la parte de la cartera desviada del índice de referencia, esto es, la diferencia entre el peso de la acción en el índice y su peso en la cartera. Se calcula como la suma de los valores absolutos del peso de la acción en la cartera menos el peso de la acción en el índice de referencia, y todo ello dividido entre dos.

Santiago Daniel O´Davoren, director de productos de inversión de *Deutsche Bank,* indica que mientras el *active share* está más enfocado hacia la comprensión del público en general, el *tracking error* está más orientado hacia los profesionales, aunque los fondos con mayor *active share* suelen mejorar el índice de referencia; Romain Peltier**,** director de control de riesgo de *Pictet AM*, indica que los gestores activos de éxito a largo plazo construyen carteras que reflejan sus convicciones más fuertes, más allá de sus *benchmarks*, lo que implica un mayor *active share* y *tracking error* idiosincrásico; Diego Fernández, director de selección de fondos en *A&G*, afirma que un *tracking error* elevado con un *active share* bajo significa que el fondo no está diversificado con lo que aunque haya ido bien en unas pocas buenas apuestas, no necesariamente implica una buena gestión; y Eduardo Antón, analista de fondos de *Inversis Banco*, sostiene los gestores que utilizan proactivamente este ratio como arma de venta son los gestores de *fondos de autor*, puesto que gestionan carteras concentradas en valores de convicción y no suelen mirar a un índice de referencia. En efecto, si un gestor cobra por ofrecer una rentabilidad superior a la de su *benchmark* y mantiene a su vez un *active share* bajo, la rentabilidad del fondo será probablemente similar a la del *benchmark*, pero cuando resta sus comisiones, su rentabilidad neta será seguramente inferior al índice (Graña, 2014).

Y en último lugar, el *ratio de información*, (*information ratio*), que compara el fondo de inversión con el mercado en que cotiza dicho fondo. Este ratio calcula la volatilidad en la rentabilidad calculando primero la rentabilidad del fondo sobre la rentabilidad de su *benchmark* para posteriormente dividirlo por el *tracking error* del fondo.

Cuanto mayor sea este ratio, mejor será la calidad de la gestión del fondo, pues el gestor añade más valor, medido como la rentabilidad por encima del mercado y acusa menos la volatilidad. Por eso, para Manuel Romera, director del sector financiero en el *IE Business School***,** los inversores deben seleccionar fondos con un ratio de información alto y que creen valor por encima de su *benchmark* (Graña, 2014).

[273] Entre el 2% y el 5% sería una gestión con un poco más de riesgo pero controlada.

Asimismo, podrían destacarse, entre otras, tres medidas de *performance* adicionales, el coeficiente de determinación, el índice de Modigliani o la *máxima caída* de un fondo.

El *coeficiente de determinación* es una medida complementaria e indispensable para la *beta*, y mide el grado en que la naturaleza del rendimiento de un fondo de inversión queda determinada por su *benchmark*, y es igual al coeficiente de correlación[274] al cuadrado.

Según David Sánchez, analista de fondos de *Inversis Banco*, el uso de este ratio es más sencillo en el estudio de los fondos que se denominan *trackers* o seguidores de índices, aquellos que se basan en infra/sobre ponderaciones sobre un *benchmark*, mientras que se vuelve más complejo a medida que los fondos ganan en flexibilidad de gestión, por ejemplo, en los fondos de retorno absoluto (Graña, 2014).

El índice de Modigliani indica la rentabilidad que obtendría un fondo en el supuesto de que tuviera el mismo nivel de riesgo que su categoría, con lo que homogeneiza el nivel de riesgo de distintos fondos para comparar rentabilidades, o lo que es lo mismo, calcula la rentabilidad que tendrían distintos fondos si sus políticas de inversión fueran similares.

$$M_{fondo} = [(V_{mercado} / V_{fondo}) R_{fondo}] + [(1 - V_{mercado} / V_{fondo}) R_{sin\ riesgo}]$$

Donde M_{fondo} = índice de Modigliani del fondo; $V_{mercado}$ = volatilidad del mercado; V_{fondo} = volatilidad del fondo; R_{fondo} = rentabilidad del fondo; $R_{sin\ riesgo}$ = rentabilidad del activo libre de riesgo.

Los fondos de inversión que han tenido un riesgo inferior al índice toman prestado el activo libre de riesgo hasta alcanzar el nivel de éste; mientras que los que han tenido un riesgo superior han invertido en el activo libre de riesgo hasta alcanzar el del índice. Suele emplearse para discriminar entre un número de fondos amplio. Cuanto mayor es este índice, mejor ha sido la gestión del fondo en el pasado.

Y por último, la *máxima caída* de un fondo, una medida de riesgo que determina la pérdida máxima en los resultados de un fondo. Es de muy fácil comprensión por parte del inversor, y se puede calcular de dos formas: la máxima caída para un periodo acotado en el tiempo (diaria, semanal, mensual…) o desde un máximo (pico) a un mínimo (valle).

Aunque Roll (1978) indicaba que los análisis de rentabilidad basados en *benchmarks* presentan una gran dosis de ambigüedad, pues sus resultados pueden ser completamente diferentes en función del *benchmark* elegido, la mayoría de autores compara medidas de rentabilidad ajustadas o no por riesgo con índices de referencia para evaluar la razonabilidad de su rentabilidad.

Los estudios de Sharpe (1966), Jensen (1968), Grinblatt y Titman (1989), Malkiel (1995), Droms y Walker (1995), Gruber (1996), Ackermann, McNally y Ravenscraft (1999), Detzler

[274] El coeficiente de correlación mide el sentido y la similitud en la relación entre el fondo y el mercado. Sus valores oscilan entre 1 y -1. Un valor positivo indica que el fondo fluctua en el mismo sentido que el mercado, y un valor negativo que el fondo y el mercado fluctúan en sentido contrario. Cuanto más próximo sea a 1 y a -1, más explicativo es, por lo que un fondo de inversión que tiene un coefiente de 1 con respecto a su *benchmark* indica que las fluctuaciones del fondo están completamente explicadas por las fluctuaciones del mercado.

(1999), Edelen (1999) y Nitzsche, Cuthbertson y O'Sullivan (2006) evidencian que los rendimientos de los fondos en general no tienden a superar los de sus mercados de referencia.

En cambio, Otten y Bams (2002) evalúan positivamente la *performance* en fondos de renta variable europeos. Esta valoración se desvía de los resultados negativos sobre el mercado norteamericano, quizás por la menor posición de los primeros a la renta variable.

En España, la gran mayoría de los trabajos empíricos evidencian la incapacidad de la industria de fondos en obtener de una forma agregada y sistemática resultados netos (después de comisiones y gastos) superiores a las carteras de referencia. Destacan los siguientes:

Ferrando y Lassala (1998) indican que en el periodo 1993/1995 el 40% de los fondos de renta fija obtienen una rentabilidad media semanal bruta inferior a la ofrecida por el activo libre de riesgo para el mismo periodo, y sólo tres fondos de renta fija superan en rentabilidad a su índice de referencia AFI FIM. Asimismo, los FIAMM obtienen en el mismo periodo una rentabilidad media semanal bruta inferior a su *benchmark* AFI FIAMM.

De Lucas (1998) compara la rentabilidad de 36 fondos de inversión de renta variable durante el periodo 1992/1996 con la del IBEX 35 (sin dividendos) y concluye que 11 de ellos mejoran la rentabilidad del índice.

Menéndez y Álvarez (2000) estudian la rentabilidad de los fondos de renta variable en el periodo 1991/1998. De su comparación con el IBEX 35 y con el Índice General de la Bolsa de Madrid, concluyen que sus rentabilidades no superan las que se pueden conseguir por termino medio en el mercado para un nivel de riesgo similar.

Palacios y Álvarez (2003) estudian la rentabilidad de los fondos de inversión de renta variable para dos periodos: 21 fondos de 1992 a 2001 y 55 fondos de 1997 a 2001. En el periodo 1992/2001 la rentabilidad anual media del ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid) y del IBEX 35 es 16,3% y 15,1%, respectivamente frente al 10,7% en los 21 fondos estudiados, y los fondos con mayor rentabilidad (*BSN Banif Acc. Españolas* y *Citifondo RV*) obtienen una rentabilidad media del 14,8% y 14,6% respectivamente. En el periodo 1997/2001 la rentabilidad anual media del ITBM y del IBEX 35 es 15,9% y 12,4% respectivamente frente al 8,3 por ciento en los 55 fondos estudiados, y los fondos con mayor rentabilidad (Chase Bolsa Plus y Bolsa Caser) obtienen una rentabilidad media del 14,2% y 13,7% respectivamente.

Ferruz, Marco, Sarto y Vicente (2004) comparan la rentabilidad de cuarenta fondos de renta variable o mixta en el periodo 1995/2000 con la del Índice General de la Bolsa de Madrid sin dividendos y concluyen que 16 de ellos obtienen una rentabilidad superior. Sin embargo, los cuarenta fondos tienen una rentabilidad inferior a la del ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid) y a la del IBEX 35 ajustado por dividendos. El fondo de inversión de mejor comportamiento (*Citifondo RV*) obtiene una rentabilidad trimestral media del 6% vs la del ITBM (6,9%) y del IBEX 35 (6,5%).

La rentabilidad y la volatilidad son variables básicas de decisión en cualquier categoría de fondos de inversión. Este resultado subraya la importancia del binomio rentabilidad-riesgo en la ecuación de demanda, aunque sus elasticidades sean heterogéneas entre las distintas categorías de fondos. Así, la elasticidad de la demanda respecto a la rentabilidad disminuye a medida que aumenta la proporción de renta variable en la cartera, por lo que el inversor de

renta fija muestra una mayor atención a los rendimientos pasados que el inversor de renta mixta, y éste último más que el inversor de renta variable (Marco y Ortiz, 2006).

Fernández, Carabias y de Miguel (2007) indican que la rentabilidad media de los fondos de renta variable nacional durante los tres, cinco, diez y quince últimos años es inferior a la del ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid) en más de un 6%. De los 43 fondos con diez años de historia, sólo uno (*Bestinver Bolsa*) consigue una rentabilidad superior a la del ITBM. 24 de estos fondos tienen todos los años una rentabilidad inferior a la del ITBM. Sólo 2 de los 99 fondos con tres años de historia (*Bestinver Bolsa* y *Metavalor*) consiguen una rentabilidad superior al ITBM.

Fernández y Bermejo (2009) concluyen que la rentabilidad promedio de los fondos de inversión en los últimos 3, 5, 10 y 15 años (2,52%, 1,88%, 0,91% y 2,96%) es inferior a la inflación y a la inversión en bonos del Estado a cualquier plazo. De los 1.025 fondos con 10 años de historia, sólo 18 obtienen una rentabilidad superior al *benchmark* utilizado y un total de 269 fondos proporcionan a sus partícipes una rentabilidad negativa. De los 306 fondos con 15 años de historia, sólo uno tiene una rentabilidad promedio superior a la inversión en renta fija del Estado español a 10 años y a la inversión en el IBEX 35.

Palacios (2010) compara la rentabilidad de los fondos de renta variable españoles con la del ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid) y con la de las letras del Tesoro a tres meses en el periodo 2000/2009. Una inversión inicial de 100 euros en fondos se convierte en 128 diez años después con una rentabilidad media anual acumulada del 1,9%. Esta rentabilidad está 1 punto por debajo de las letras del Tesoro y 4,2 puntos por debajo del ITBM.

Fernández y del Campo (2010) afirman que la exigua rentabilidad media de los fondos de inversión en España en los últimos 3, 5 y 10 años (0,51%, 2,23% y 0,85%) es inferior a la inversión en bonos del Estado a cualquier plazo y a la inflación. Sólo 14 de los 368 fondos con 15 años de historia y 16 de los 1.117 con 10 años tienen una rentabilidad superior a la de los bonos del Estado a 10 años. Un total de 263 fondos con 10 años de historia proporcionaron a sus partícipes una rentabilidad negativa.

Fernández, Aguirreamalloa y Corres (2012) sostienen que la rentabilidad media de los fondos de inversión en España en los últimos 10 años (1,3%) es inferior a la inversión en bonos del estado a cualquier plazo y a la inflación. De los 1.154 fondos de inversión con 10 años de historia, sólo 40 fondos obtienen una rentabilidad superior a la de los bonos del Estado a 10 años y un total de 278 fondos generan una rentabilidad negativa.

Fernández, Linares y Fernández Acín (2014) indican que la rentabilidad media de los fondos de inversión en España de los últimos 15 años (1,98%) fue inferior a la inversión en bonos del Estado a 15 años (4,4%) y a la inversión en el IBEX 35 (4%). Sólo 26 fondos de los 614 con 15 años de historia obtuvieron mayor rentabilidad que los bonos del Estado a 15 años. El fondo más rentable proporcionó en los últimos 15 años una rentabilidad total del 505% (promedio 12,75%) y el menos rentable del -42% (promedio -3,6%).

Un concepto importante que se relaciona con la rentabilidad es la persistencia en los resultados de los fondos de inversión, pues permite contrastar si los fondos de mejores (peores) resultados tienden a mantener su mejor (peor) posición relativa. Por tanto, posibilita la predicción de las rentabilidades futuras en función de las pasadas. No obstante, los numerosos estudios realizados al respecto no alcanzan las mismas conclusiones ni son

siempre comparables, pues en unas ocasiones utilizan la rentabilidad pura y en otras la rentabilidad ajustada por riesgo (Ruiz Martín, 2007).

En esta línea, Marco (2007) encuentra que las variables financieras son esenciales en la decisión de invertir y que la rentabilidad y volatilidad históricas son empleadas por los inversores como indicadores futuros de referencia, si bien se muestran adversos al riesgo,

Hendricks (1993) denomina la persistencia en resultados como fenómeno de *hot hands* o manos calientes. La expresión *hot hands* tiene origen en el ámbito deportivo estadounidense. Se basa en la creencia de que un jugador que en un encuentro determinado es capaz de conseguir más tantos que sus compañeros tiene mayor probabilidad de seguir consiguiéndolos porque tiene *hot hands* (aunque a priori no fuera así), y paralelamente, un fondo que obtiene mejores (peores) rentabilidades tendería a comportarse del mismo modo en el futuro.

Los estudios de Friend, Brown, Herman y Vickers (1962), Jensen (1969), Shawky (1982), Kritzman (1983), Chang y Lewellen (1984), Phelps y Detzel (1997), Fletcher (1999), Rhodes (2000) y Jain y Wu (2000) no observan persistencia en los resultados de los fondos.

En cambio, evidencian su persistencia Carlson (1970), Kon y Jen (1979), Lehman y Modest (1987), Khan y Rudd (1995), Volkman y Wohar (1995), Gruber (1996), Blake y Timmermann (1998), Allen y Tan (1999) y Carpenter y Lynch (1999).

Asimismo, Grinblatt y Titman (1989), Ippolito (1989), Hendricks, Patel y Zeckhauser (1993), Goetzmann e Ibbotson (1994), Malkiel (1995), Brown y Goetzmann (1995), Wermers (1997), Carhart, Carpenter, Lynch y Musto (2000), Droms y Walker (2001) y Hallahan y Faff (2001) constatan la persistencia para los horizontes entre uno y tres años; Quigley y Sinquefield (2000) la evidencian en los malos resultados pero sostienen por el contrario que no es fiable en los buenos; Keswani y Stolin (2005) afirman que el nivel de persistencia es más alto en los fondos con una concentración de activos bajo gestión mayor; y Nitzsche, Cuthbertson y O'Sullivan (2006) la observan en los fondos de poca rentabilidad.

Kraeussl y Sandelowsky (2007) afirman en cuanto a la capacidad predictiva de los sistemas de *rating* de los fondos de inversión, entre ellos destaca *Morningstar*, que no mejoran la capacidad de una predicción aleatoria (Kraeussl y Sandelowsky, 2007).

Blake y Morey (2000) afirman que mientras es relativamente fácil predecir los fondos con peor comportamiento, mucho más difícil es predecir los fondos de mejor comportamiento. Esta conclusión es coincidente con una gran parte de la literatura financiera.

En definitiva, los trabajos más relevantes, generalmente sobre fondos de renta variable estadounidenses, encuentran persistencia en los periodos cortos de tiempo, entre dos y tres años y, generalmente, en fondos de peores resultados, y en plazos más largos, de hasta diez años, está documentada con poca frecuencia. En Europa, los trabajos más relevantes, mayoritariamente efectuados sobre el mercado de fondos del Reino Unido, obtienen conclusiones similares, según apunta Cambón (2011).

En España, la persistencia se analiza también en numerosos estudios, y entre ellos, destacan los siguientes:

Rubio (1993, 1995) obtiene resultados consistentes con la existencia de persistencia en la *performance,* independientemente del índice utilizado en el modelo, sobre una muestra de fondos en el período 1976/1990. Asimismo, Álvarez (1995) constata cierta persistencia en los fondos de inversión extremos.

Mayorga y Marcos (1996) realizan un análisis para el período 1991/1995 sobre dos grupos: los FIAMM y los FIM de renta variable nacional. Los resultados obtenidos apuntan a cierta persistencia de los resultados en los fondos monetarios, tanto positivos como negativos, mientras que en el grupo de renta variable sólo se aprecian resultados de persistencia en el caso de los fondos que ocupan los últimos lugares de la clasificación.

Ferrando y Lassala (1998) sólo encuentran persistencia significativa y positiva en los fondos FIAMM, no así en los fondos de renta fija, dentro de la muestra analizada en el período 1993-1995 con frecuencia semanal.

Menéndez y Álvarez (2000) afirman que no se constata persistencia en los resultados de fondos de renta variable, salvo en los fondos menos rentables que tienden a persistir en sus rentabilidades inferiores. Por tanto, los que mejoran cada año por término medio los resultados del mercado no persisten en la consecución de excesos de rentabilidad positivos. En consecuencia, no tiene sentido adoptar una estrategia de inversión basada en la selección de los fondos que mayores rentabilidades han obtenido en el ejercicio anterior.

Ciriaco y Santamaría (2005) observan un alto grado de persistencia en todas las categorías de fondos de inversión. El nivel de persistencia se debilita a medida que aumenta el componente potencial de activos de renta variable y se incrementa en los fondos perdedores.

Asimismo, Ferruz y Vargas (2003) y Toledo y Marco (2006) coinciden en constatar la persistencia a corto plazo en los resultados de los fondos de inversión.

Brun (2006) indica que los fondos con rentabilidades persistentes, elevadas y positivas, evidencian inversiones acertadas, con lo que son tenidas en cuenta por el inversor.

Por tanto, son numerosos los estudios que evidencian la persistencia en los resultados de los fondos de inversión españoles, incluso en los de renta fija, y especialmente en los fondos mejores y peores (Cambón, 2011).

La persistencia en los resultados de los fondos que interesa es la relacionada con los distintos niveles de información de algunos gestores y con su habilidad para seleccionar valores ganadores. En caso contrario, los resultados pasados no contienen información útil para el inversor (Ruiz Martín, 2007).

Sharpe (1966) indicó que la persistencia en los malos resultados se debe al coste de búsqueda de valores infravalorados para batir al mercado. Por tanto, su existencia se justifica por una mala gestión que conlleva costes de transacción elevados y por una escasa capacidad predictiva de la evolución de los mercados.

Jensen (1968) sostiene que la mayoría de gestores no tenían habilidad para predecir los precios de los valores y si algún fondo obtiene resultados superiores es por pura casualidad.

Carhart (1992) concluye la persistencia de los resultados a largo plazo, atribuyéndola a la persistencia en los gastos y comisiones.

Malkiel (1995) sostiene que el hallazgo de persistencia en una muestra de fondos puede deberse al llamado *sesgo de supervivencia*, muy común en las muestras de fondos, pues los peores fondos acaban desapareciendo y las muestras utilizadas en los estudios suelen incluir los fondos de inversión existentes al final de periodo muestral.

Carhart (1997) señala que la predictibilidad de la *performance* se explica por las diferencias sistemáticas en los gastos de gestión y por los costes de transacción, a excepción de los fondos con peor rendimiento cuya persistencia no queda suficientemente explicada.

Detzel y Weigand (1998) atribuyen la persistencia en los resultados a las características de los títulos mantenidos por el fondo y al estilo inversor del gestor.

Grinblat, Titman y Wermers (1995), Brown y Goetzmann (1997) y Wermers (1999) sostienen que la persistencia se debe a que los gestores emplean una estrategia de inversión común, pues muchos compran valores basándose en rentabilidades pasadas y, además, lo hacen al mismo tiempo.

Teo y Woo (2001), realizando ajustes por estilo en las rentabilidades, concluyen que la persistencia obedece a la existencia de habilidades superiores de gestión.

Grinblatt y Titman (1992, 1993), Elton, Gruber, Das y Hlavka (1993), Elton, Gruber, Das y Blake (1996) y Ciriaco y Santamaría (2005) indican que la *performance* de los fondos de inversión es predecible bajo un horizonte temporal de largo plazo, debido a los distintos niveles de información de los que disponen las sociedades gestoras y las diferentes habilidades que muestran en la selección de activos.

Hendricks, Patel y Zeckhauser (1993), Goetzmann e Ibbotson (1994), Brown y Goetzmann (1995) y Wermers (1997) atribuyen la persistencia en los resultados al fenómeno de *hot hands* y/o a estrategias de inversión comunes que llevan a que la persistencia aparezca simplemente porque todos los gestores emplean una estrategia común no capturada por las distintas categorías o grupos de inversión homogéneos.

Blake y Timmermann (2003) indican que no se puede afirmar que los gestores que obtienen unas rentabilidades elevadas posean, del mismo modo, habilidades superiores de gestión, ya que cualquier gestor que quiera aumentar la rentabilidad del fondo que gestiona puede hacerlo incrementando su exposición al riesgo.

El Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, que aprobaba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, regula la obligación de las SGIIC de incluir en su reglamento interno de conducta los procedimientos de control interno necesarios que impidan la asignación de resultados de las sociedades gestoras de una forma discrecional entre los fondos que gestionan para mantener a alguno de ellos entre los primeros puestos de los *rankings* de rentabilidad. De esta forma, se evita una posible causa de persistencia en los resultados.

Como los fondos de inversión suelen cargan comisiones sobre el total de activos que gestionan, maximizar estos activos implica maximizar las comisiones que aplican. En este

sentido, los grupos financieros consideran a los fondos como una fuente de ingresos rentable, con lo que les interesa atraer inversores, realizar un buen desempeño y conseguir buenas posiciones en los *rankings* de rentabilidad: una buena posición en el mismo tiende a impactar positivamente en el volumen de activos bajo gestión (Ispizua, 2005).

Del análisis realizado sobre la persistencia en la literatura financiera, se desprende la relación entre rentabilidades pasadas y los flujos de entrada en los fondos de inversión.

Los estudios de Lakonishok, Shleifer y Vishny (1992), Hendricks, Patel y Zeckhauser (1993), Patel, Zeckhauser y Hendriks (1994), Carhart (1997) y Fant (1999) evidencian la existencia de una relación positiva y significativa.

Ippolito (1992) observa que los fondos de inversión con rentabilidades positivamente anormales atraen más activos en los años siguientes, mientras que aquellos con rentabilidades pobres no experimentan salidas en la misma magnitud, al igual que Gruber (1996) cuando afirma que los flujos patrimoniales de entrada son más sensibles a diferencias en el desempeño dentro del grupo de los fondos de mejor desempeño que dentro del grupo de los de inferior desempeño.

En esta misma línea, Goetzman y Peles (1997) observan una relación significativa entre los flujos y las rentabilidades previas de los fondos sólo en el caso de aquellos que sitúan su desempeño en el cuartil superior; Sirri y Tufano (1993 y 1998) indican que la relación entre las rentabilidades pasadas y los flujos de entrada tiende a ser positiva y significativa, aunque el quintil de fondos de mayor rentabilidad histórica presenta una tendencia descendente hasta llegar a no ser significativa en el quintil de menor rentabilidad histórica; o Ispizua (2005) afirma que el impacto positivo que tiene la posición en el *ranking* de rentabilidad de los fondos de renta variable pero con un efecto asimétrico, dado que sólo las posiciones en la mitad superior de la clasificación repercuten en un incremento de los activos gestionados.

No obstante, la convexidad de la relación existente entre rentabilidad y flujos patrimoniales pueden generar incentivos que alteren el grado de riesgo que asumen las carteras con la finalidad de maximizar nuevas entradas patrimoniales (Brown, Harlow y Starks, 1996; y Chevalier y Ellison, 1997; Ruiz Martín, 2007).

Como los fondos de inversión ingresan comisiones en proporción de sus activos totales gestionados, sus gestores pueden estar motivados para incrementar sus niveles de riesgo con el objeto de maximizar sus ingresos futuros, pues los flujos de entrada que pueden obtener con un desempeño afortunado son mayores que los flujos que pueden perder con uno desafortunado (Lynch y Musto, 2003).

Martínez (2001) indica que los fondos que cuentan con buenos resultados en el pasado reciente son los más demandados, aunque la evaluación de la gestión ajustada a la rentabilidad por riesgo no resulte positiva para el inversor. En cambio, los que presentan malos resultados no son castigados de igual manera.

Ispizua (2005) considera que el riesgo no tiene una influencia negativa significativa ni en los fondos de renta variable euro, ni en los fondos de renta variable internacional, dado que probablemente el inversor no sea tan sofisticado como para distinguir el diferente nivel de riesgo de cada fondo dentro de una categoría.

Barber, Odean y Zheng (2003) concluyen que los inversores tienden a comprar fondos con rentabilidades históricas altas pero no venden de igual modo los fondos con rentabilidades históricas bajas. En este sentido, Lynch y Musto (2003) indican que la interpretación que realizan los inversores es la causa de la asimetría existente en los fondos que obtienen muy malos resultados, con lo que los inversores anticipan cambios en las estrategias y/o de equipos de gestión y, por tanto, sus pobres resultados pasados pierden capacidad de predicción con relación a los resultados futuros esperados.

El exceso de rentabilidad con respecto a los índices en los grandes fondos tiende a decrecer con las elevadas entradas de dinero que reciben (Mozes y Herzberg, 2003; Goetzmann, Ingersoll y Ross, 2003; Getmansky, 2004; y Agarwal, Daniel y Naik, 2004).

Los inversores compran en mayor medida participaciones en fondos de inversión con rentabilidades elevadas, puesto que más de la mitad se concentran en el quintil superior, siendo más reticentes a vender participaciones en pérdidas que en ganancias, pues éstas últimas se concentran un cuarenta por ciento cuando su rentabilidad se sitúa en el quintil superior (Barber, Odean y Zheng, 2005).

Ciriaco y Santamaría (2005) sostienen que la relación entre las rentabilidades pasadas y los flujos de entrada presentes es favorable para todo el colectivo de fondos y en todas las frecuencias temporales utilizadas, aunque asimétrica en los fondos con peores rentabilidades.

Toledo y Marco (2006) observan una relación positiva entre rendimientos y flujos patrimoniales, ya que los inversores penalizan a los fondos con peores comportamientos y premian a los que consiguen altas rentabilidades relativas. No obstante, esta relación acepta matices, pues en las carteras extremas de pobre comportamiento no existe una pronunciada penalización, mientras que en las carteras de mejores rentabilidades la relación es mucho más fuerte. Este resultado sugiere un marcado comportamiento asimétrico por parte del inversor.

La importancia de la rentabilidad pasada como variable explicativa de los flujos netos de dinero y de partícipes queda demostrada tanto para los diferentes horizontes temporales considerados como para diferentes intervalos de reacción ante la información pasada. En especial, los inversores demuestran mayor sensibilidad a la rentabilidad media de los doce meses anteriores que a períodos más amplios (Ferruz, Ortiz y Vicente, 2007)

A pesar de que el rendimiento alcanzado por los fondos de inversión parece en general decepcionante, el crecimiento de la Industria ha sido sustancial en las últimas décadas (Cambón, 2011).

2.3.4.2) Honorarios

Los honorarios son otro factor relevante en la Industria. Numerosos estudios analizan cómo afectan éstos a las decisiones de los inversores, la rentabilidad y los flujos patrimoniales, al valor añadido de la gestión realizada por la SGIIC, entre otros aspectos.

Las comisiones, los gastos y la rotación de la cartera influyen en la rentabilidad de los fondos de inversión (Nitzsche, Cuthbertson y O'Sullivan, 2006).

Los honorarios de los fondos minoran su rentabilidad, y su política de diversificación del riesgo supone un coste adicional, aunque realmente inferior a los costes que tendría que asumir un inversor que quisiera por sí mismo replicar su funcionamiento directamente.

Según la CNMV, las comisiones que cargan los fondos de inversión son un elemento que deberán tener en consideración los inversores a la hora de seleccionar un fondo, ya que pueden tener una incidencia significativa sobre su rentabilidad.

Las SGIIC suelen fijar libremente los honorarios de los fondos de inversión, aunque en España se aplica un marco legal con un límite máximo de aplicación, que está regulado y controlado por la CNMV.

De esta forma, cuando un fondo quiera modificar sus comisiones tendrá que contar previamente con la autorización de la CNMV, y si el partícipe no está de acuerdo con el cambio, podrá ejercer su derecho de separación, es decir, dispone de un mes para decidir si desea abandonar el fondo y reembolsar sus participaciones sin sufrir ningún tipo de penalización o comisión. Por tanto, este marco legal juega un papel garantista para el inversor.

En aplicación de la Directiva 2009/65/CE, el *Documento de Datos Fundamentales para el Inversor* (DDFI) diferencia básicamente dos tipos de honorarios: gastos corrientes y comisiones.

Los *gastos corrientes* (*ongoing charges*) son la medida de los gastos asociados a la gestión y comercialización de un fondo porque incluyen la comisión de gestión, la comisión de depósito, los servicios exteriores y otros gastos de explotación. Es un porcentaje anualizado. Cuanto menor sea este porcentaje, mayor será el beneficio de sus partícipes.

Gastos corrientes = (*gastos recurrentes / patrimonio medio*) * *100*

El ratio de gastos totales es muy similar al de gastos totales (TER)[275], aunque los primeros reflejan mejor los costes reales del fondo, pues hace referencia a la totalidad de gastos recurrentes y no incluyen la comisión de rentabilidad si la hubiese[276].

Por eso, la información que recoge el *Documento de datos Fundamentales para el Inversor* (DDFI) incorpora desde el 1 de julio del año 2012 el ratio de *gastos corrientes* en lugar del ratio de gastos totales (TER), fruto de la aplicación gradual de las medidas adoptadas por la Directiva 2009/65/CE (PWC, 2010).

Kinnel (2010) indica que los inversores deberían emplear como primer filtro a la hora de elegir un fondo de inversión su ratio de gastos totales (TER) por ser el predictor de

[275] Los costes de transacción de un fondo no se incluyen en sus gastos corrientes, ni tampoco en sus gastos totales (TER), con la excepción de los gastos de entrada y/o de salida al adquirir o vender participaciones en otras IIC. Por tanto, son publicados por la sociedad gestora de forma diferenciada.

[276] Si un fondo de inversión tiene una comisión de éxito importante, su TER para ese año puede no ser totalmente representativo para una inversión a largo plazo. Podría ser que un fondo con malos resultados durante un año pareciese un fondo de inversión barato, y otro con buenos resultados indicase que es caro. Por eso, lo razonable sería hacer una media del TER de los últimos años.

rentabilidad más eficaz. En mi opinión, esta afirmación sigue siendo válida en la actualidad al no existir diferencias relevantes en el cáculo del ratio de gastos corrientes (*ongoing charges*).

Las SGIIC realizan su cálculo siguiendo unas pautas concretas que dicta la institución supervisora de cada país, en España la CNMV. Las páginas especializadas en fondos (*Morningstar*, *MSN Finance*, *Yahoo Finance*, *Bloomberg*…) extraen la información de las publicaciones que las SGIIC remiten a la entidad supervisora.

Las sociedades gestoras que aplican las comisiones más altas en sus fondos de inversión suelen obtener unas rentabilidades inferiores a la media. En cambio, las que aplican comisiones más bajas tienen mayor probabilidad de llegar a conseguir rentabilidades superiores a la media, aunque éstas no estén garantizadas. De tal modo, los fondos de inversión que soportan comisiones bajas son capaces de ofrecer a los inversores mejores oportunidades de éxito a largo plazo (Morningstar, 2015).

Los honorarios de los fondos se han incrementado desde mediados del siglo XX por la asunción de gastos de comercialización (Bogle, 2005). Sin embargo, esta tendencia ha descendido de una forma paulatina en estos últimos años. Así, por ejemplo, el cuadro nº 110 detalla la evolución de los gastos corrientes de las principales categorías de fondos de inversión en Estados Unidos:

Cuadro nº 110

Fondos Inversión EEUU - GastCtes	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
Renta variable	0,99	0,99	1,00	1,00	0,95	0,91	0,88	0,86	0,83	0,87	0,83	0,79	0,77	0,74	-0,25
Renta mixta	0,89	0,89	0,89	0,90	0,85	0,81	0,78	0,77	0,77	0,84	0,82	0,80	0,79	0,80	-0,09
Renta fija	0,76	0,75	0,74	0,75	0,72	0,68	0,67	0,64	0,61	0,64	0,63	0,62	0,61	0,61	-0,15

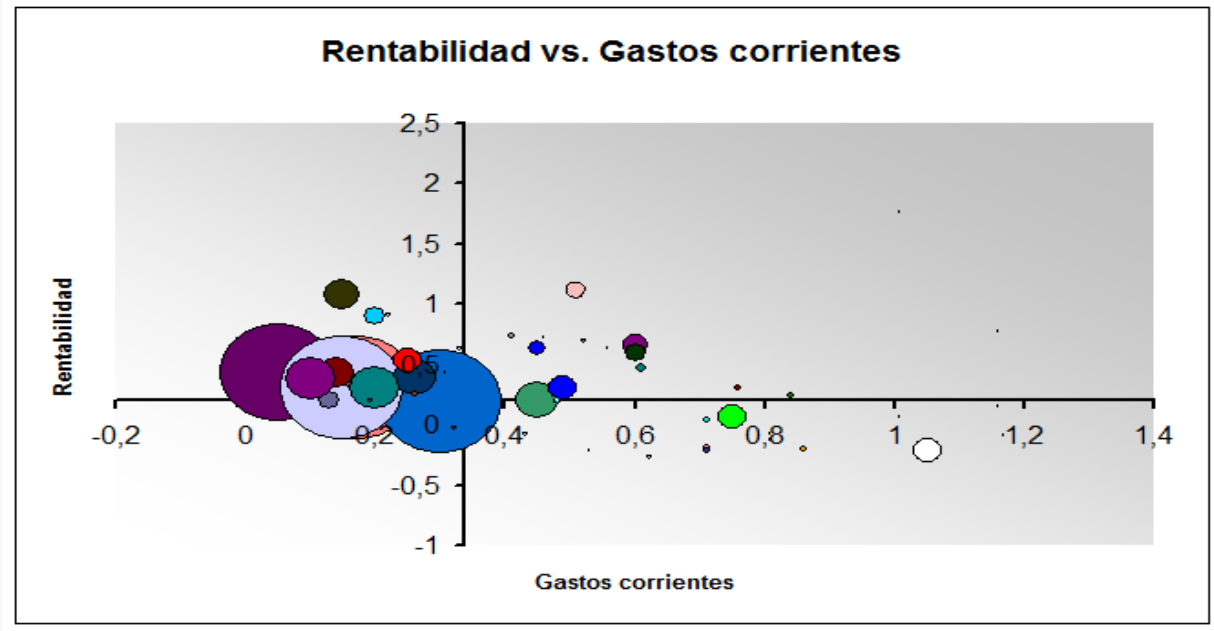
Gastos corrientes (GastCtes) (%). Fuente: ICI.

Pozen (2011) indica que los fondos de inversión en Estados Unidos son menos costosos en media que los UCITS en Europa porque su tamaño es muy superior y su modelo de distribución está basado en una aquitectura abierta que permite ofrecer a los inversores una gran variedad de fondos de distintas sociedades gestoras. Por tanto, los UCITS deberían reducir su ratio de gastos mediante dos vías complementarias: la primera, minorando el número de fondos comercializados, y la segunda, aumentando su competencia, al estar la distribución en la mayor parte de los países europeos dominada por un reducido número de grupos bancarios nacionales que prefieren comercializar los fondos de inversión de sus sociedades gestoras.

Cuando un inversor paga una comisión anual, incluso superior al 2%, lo hace con el fin de obtener unas rentabilidades superiores a las que lograría por sí mismo. Sin embargo, los resultados que obtienen los fondos de inversión no apuntan en esta dirección, y por lo tanto, son pocos fondos de inversión y SGIIC los que justificarían las comisiones cobradas a sus partícipes (Fernández, Aguirreamalloa y Linares, 2013).

En la actualidad, por ejemplo, muchos de los fondos del mercado monetario obtienen rentabilidades netas negativas, debido a que sus gastos corrientes son superiores, según muestra el gráfico nº 37:

Gráfico nº 37



Morningstar. Categoría Mercado Monetario en Euros. Fondos con patrimonio superior a 100 millones de euros sin comisiones de entrada ni de reembolso. Fuente: www.mundotrading.net (27.03.2015).

Entre los gastos corrientes de un fondo, sus principales comisiones son las siguientes:

Las SGIIC cobran una comisión, denominada *comisión de gestión*[277], en concepto de remuneración por servicios de gestión y administración, y se calcula diariamente sobre su patrimonio medio, sobre los resultados o mediante un sistema mixto que mezcla ambos.

En España, el método más utilizado es el primero, si bien, algunos productos nuevos, fundamentalmente de alto riesgo, aplican alguno de los dos últimos. Si bien, en términos generales, los fondos de inversión de carácter financiero presentan como límite máximo el 2,25% sobre su patrimonio o el 18% sobre sus resultados; y si su método de cálculo es mixto, no podrán exceder del 1,35% sobre su patrimonio y 9% sobre sus resultados[278], aunque en la práctica la media de las comisiones en España está por debajo de estos límites legales.

La *comisión de depósito* es la cantidad que cobra la entidad depositaria de los activos adquiridos por el fondo de inversión, y se calcula diariamente. En España, como norma general, no puede superar el 2 por mil anual de su patrimonio[279].

El cuadro nº 111 detalla la evolución en España de los gastos de los fondos de inversión de carácter financiero entre 1999/2013:

[277] En España, la *comisión de gestión* de un fondo de inversión incluye también la *comisión de distribución* entendida como la que percibe el distribuidor por su trabajo de comercialización. Una parte importante de las comisiones que soportan los partícipes se dedican a gastos de comercialización, y en opinión de Fernández y Bermejo (2009), resulta sorprendente que los comerciales perciban retribuciones superiores a los gestores.

[278] En los fondos inmobiliarios, su límite máximo es 4% sobre su patrimonio o 10% sobre resultados; En caso de considerar las dos variables, no se podrán excederse del 1,5% sobre su patrimonio y 5% de los resultados. Asimismo, incluyen también, a diferencia de los fondos de carater financiero, los gastos de tasación, mantenimiento, reparación, rehabilitación de los inmuebles vinculados a su actividad.

[279] Los fondos inmobiliarios aplican un límite máximo del 4 por mil.

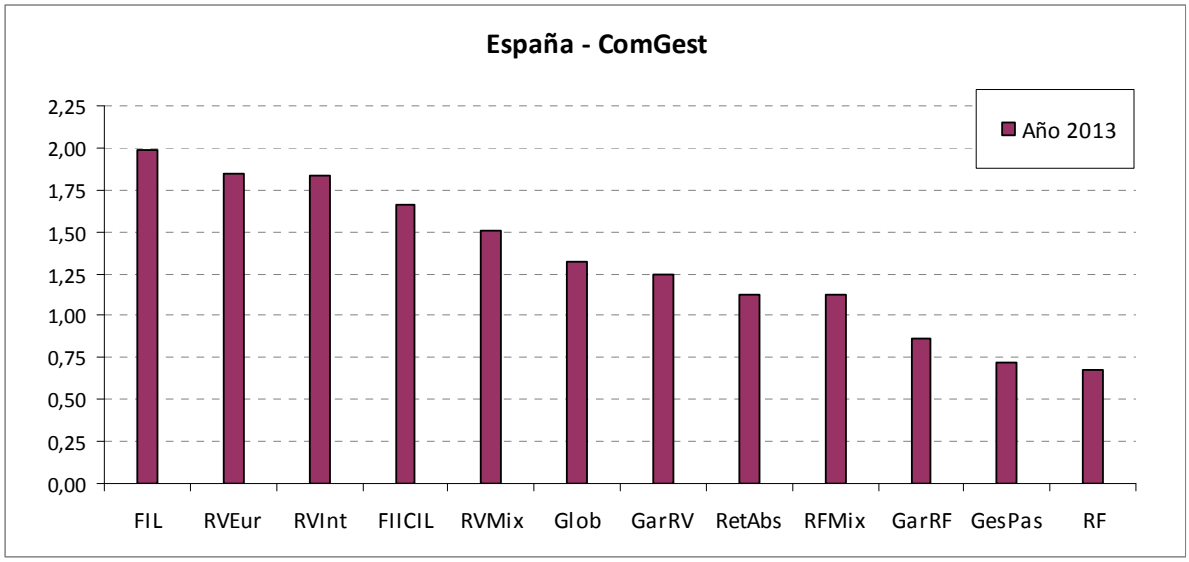
Cuadro nº 111

España Fondos inversión	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
ComGestión	1,44	1,41	1,31	1,22	1,15	1,12	1,07	1,03	1,00	0,92	0,87	0,91	0,93	0,94	0,98	-0,46
ComDeposito	0,12	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10	0,10	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,08	0,08	0,08	-0,04
RestoGastos	0,08	0,04	0,04	0,02	0,02	0,03	0,02	0,02	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	-0,06
TotalGastos	1,64	1,56	1,46	1,35	1,27	1,25	1,19	1,14	1,12	1,03	0,98	1,01	1,03	1,04	1,08	-0,56

Comisión de gestión (ComGestión); comisión de depósito (ComDepósito); resto de gastos de explotación (RestoGastos); y gastos totales (TotalGastos) que repercuten los fondos de inversión de carácter financiero, con la excepción de fondos cotizados (ETF) y fondos de inversión libre. Datos en porcentaje (%). Fuente: CNMV y elaboración propia.

Según Marco (2003), la comisión de gestión es la comisión con mayor importancia cuantitativa. De esta manera, los costes de gestión en las carteras más complejas son superiores, y por lo tanto, cuando aumenta el porcentaje de activos en renta variable y/o divisas, se incrementan a su vez sus costes. El gráfico nº 38 detalla esta realidad:

Gráfico nº 38



Comisión de gestión (ComGest): Fondos de inversión libre (FIL); Renta variable euro (RVEur); Renta variable internacional (RVInt); Fondos de IIC de inversión libre (FIICIL); Renta variable mixta (RVMix); Fondos globales (Glob); Garatizados renta variable (GarRV); Renta fija mixta (RFMix); Retorno absoluto (RetAbs); Garantizado renta fija (GarRF); Gestión pasiva (GesPas); y Renta fija (RF). Datos en porcentaje (%). Fuente: CNMV.

Asimismo, los partícipes en fondos son susceptibles de soportar una serie de gastos no recurrentes con anterioridad o con posterioridad a su inversión.

Así, el inversor puede soportar un cánon de entrada en un fondo de inversión, *comisión de suscripción* y uno de salida, *comisión de reembolso*[280]. Estas comisiones no son habituales en los fondos comercializados en España, estando establecidas solamente en algunos en los que la particularidad de su cartera demanda estabilidad en la composición de su patrimonio.

[280] En España, las comisiones de suscripción y reembolso están limitadas por normativa al 5% del valor liquidativo de las participaciones suscritas y/o reembolsadas.

Un claro ejemplo de ello son los fondos garantizados en los que es habitual no aplicarlas durante el período de comercialización para así entrar en vigor posteriormente una vez finalizado el mismo con lo que se desincentiva la entrada y salida de inversores. En otras ocasiones, estas comisiones se establecen en función del tiempo de permanencia, reduciéndose o eliminándose a medida que transcurre el tiempo. Por eso, su finalidad es facilitar la labor de gestión, ya que para que un fondo de inversión alcance su máxima efectividad, su patrimonio debería ser creciente, o cuanto menos, estable. Del mismo modo, es posible que se apliquen comisiones por cambiar de un compartimento a otro, dentro del propio fondo de inversión, y también otros gastos, quizá hasta la fecha, menos habituales como los siguientes:

El *coste de dilución* se refiere al posible coste que las transacciones de cartera pueden suponer en un fondo de inversión cuando el inversor suscribe o reembolsa participaciones.[281]. Por lo tanto, suponen una carga para el inversor en lugar de repercutirla al conjunto de partícipes del fondo de inversión, con lo que la rentabilidad del inversor es menor, siendo este coste más comunmente susceptible de aplicación en aquellos fondos de inversión que invierten en activos menos líquidos como fondos inmobiliarios o de renta fija privada.

No obstante, existen cuatro razones para pensar que las tasas de dilución pueden ser más frecuentes en el futuro: en primer lugar, la reversión de las políticas monetarias expansivas puede conducir a una menor liquidez en el mercado; en segundo lugar, los inversores en fondos de inversión pueden volverse más reivindicativos con respecto a su derecho de ser protegidos de las actividades de los inversores entrantes y salientes, y los reguladores comportarse de forma defensiva mediante el establecimiento de tasas más altas de las necesarias; en tercer lugar, los fondos de inversión tienen incentivos para imponer tasas de dilución más altas, pues sus historiales de rentabilidad lo harán con lo que podrán incrementar sus flujos a largo plazo y, por tanto, obtener mayores ingresos gracias a las comisiones de gestión; y por último, es probable que la rotación de las carteras aumente con mayores transacciones en el futuro (Beckwith, 2015).

Otro coste, aunque menos habitual, sería la aplicación de una *comisión por anticipo* cuando el inversor ordena la venta de sus participaciones, necesita disponer de su dinero inmediatamente, y la entidad comercializadora ofrece la posibilidad de anticipárselo en el mismo día del reembolso, debido a que no estaría disponible, al menos, hasta el día siguiente.

Esta comisión se aplica por la entidad comercializadora, y suele ascender al 1 por mil del importe adelantado, y en previsión de un descenso del valor liquidativo del fondo, suele limitarse el anticipo (máximo 75% del reembolso).

Y por último, la *comisión de descuento a favor del fondo*, que beneficia a los inversores que mantienen participaciones en fondos de inversión cuando la SGIIC cede parcialmente al fondo el importe procedente de las comisiones de suscripción y de reembolso.

En resumen, las *comisiones explícitas* como comisiones de gestión, de depósito, de suscripción y de reembolso, son las pagadas por los partícipes que aparecen reflejadas en el contrato del fondo de inversión; y las *comisiones ocultas* son las pagadas también por los

[281] La tasa de dilución puede que no sea de aplicación cuando los flujos son insignificantes con respecto al tamaño total del fondo, y las entradas y salidas de flujos se compensan mutuamente, al no existir, en este caso, transacciones de cartera.

partícipes pero, sin embargo, no aparecen reflejadas en el contrato del fondo de inversión como, por ejemplo, las comisiones de compra-venta que se originan cuando el gestor vende unos valores y compra otros. No es posible cuantificar el importe de estas últimas porque la mayoría de fondos de inversión no las proporcionan (Fernández y Bermejo, 2009).

Analizar las comisiones de un fondo es compararlas con las comisiones medias de su categoría. Si su coste no es razonable sería conveniente que la propia entidad ponga en marcha una *g*estión activa a través de sus asesores financieros para presentar alternativas mejores a sus clientes, lo que generaría un efecto positivo en su vinculación. En cambio, su pasividad generará el efecto contrario, un mayor descontento del inversor al tener que pagar comisiones por resultados que no le satisfacen (Valvuena, 2014).

En esta línea, la sociedad gestora del grupo Santander, *Santander AM*, ha adoptado como medida advertir por carta a 150.000 inversores en fondos de renta fija a corto plazo con un patrimonio de más de 6.300 millones de euros a cierre del año 2014 que como sus rendimientos pueden ser negativos, les conmina a cambiar de producto ofreciendo alternativas de valor con distintos niveles de riesgo y horizontes temporales[282]. En efecto, la nueva era actual de tipos cero establecida por el BCE ha revolucionado el mercado de fondos monetarios al reducir su rentabilidad hasta caer por debajo del 0%, lo que ha supuesto que varias decenas de fondos comuniquen al regulador una rebaja en las comisiones aplicadas a sus partícipes. Aun así, su comisión de gestión media está por encima del 0,4% (Simón y Mendieta, Expansión, 2015).

Un fondo de inversión puede aplicar distintas comisiones a las diferentes clases de participaciones que emita en función de criterios como las políticas de comercialización, el volumen de inversión, la divisa de denominación u otros parámetros. Así, una clase de participaciones puede tener en un mismo fondo una comisión de gestión más alta y estar exenta de comisiones de suscripción y reembolso, mientras que otra puede que tenga una comisión de gestión más reducida y, en cambio, aplicar comisiones de suscripción y reembolso. De tal modo, la elección de una u otra clase de participaciones dependerá del plazo en el que se mantenga la inversión o de la intención de realizar reembolsos o suscripciones de forma periódica. Los inversores deben tener en cuenta este aspecto para elegir la clase de participaciones del fondo con la estructura más conveniente (CNMV).

Desde *Feelcapital EAFI SL* advierten que las gestoras internacionales dependen de los acuerdos alcanzados con las redes de distribución bancarias y, por petición de las redes españolas, crearon la clase "E" con una comisión de distribución superior a la que venían aplicando estas gestoras para el mismo producto, por ejemplo, en la clase "A", para ser comercializada exclusivamente en España entre clientes minoristas. Esta práctica está prohibida por los reguladores en otros países europeos (Gran Bretaña, Holanda y Bélgica). Por tanto, esta empresa de asesoramiento financiero recomienda suscribir participaciones en la clase "A", no en la "E". El cuadro nº 112 muestra un ejemplo:

[282] La estructura de costes de los distintos fondos de renta fija a corto plazo se sitúan entre el 0,90% y el 0,95%. Sin embargo, para adaptárla a una nueva coyuntura, *Santander AM* reduce su comisión de gestión máxima. Así, la comisión fija será del 0,25%, y una vez aplicada, si el fondo no obtiene rentabilidad no tendrá ninguna comisión adicional. En el caso de que gane dinero, se cobrará una segunda comisión. No obstante, el tope máximo de la comisión de gestión se situará entre el 0,45% o el 0,65%, según el caso (Simón y Mendieta, 2015).

Cuadro nº 112

Fidelity Iberia	ISIN	Clase	Comisión Gestión	Gastos Corrientes	Inversión mínima
Iberia Fund A-EUR	LU0048581077	A	1,50	1,94	2.500
Iberia Fund E-EUR	LU0115765678	E	1,50	2,69	2.500

Comisión de gestión y Gastos corrientes. Datos en porcentaje (%). Inversión mínima: Datos en euros. Fuente: Morningstar y Fidelity Worldwide Investment (20.04.2015)

La influencia de los honorarios en los inversores ha sido estudiada por la literatura financiera desde hace décadas. Destacan las siguientes conclusiones:

Torre y García (2002) afirman que los inversores diferencian entre honorarios, siendo su preocupación principal las comisiones de gestión y depósito. Sin embargo, otros autores obtienen conclusiones distintas.

En efecto, Wilcox (2003) indica que los inversores pretenden evitar las comisiones de suscripción y reembolso, y suelen sobreponderar su impacto negativo con relación a las comisiones de gestión, siendo aún mayor entre inversores ricos y de nivel educativo elevado.

Barber, Odean y Zheng (2005) concluyen que las decisiones de los inversores son sensibles a los gastos de entrada y de salida, aunque esta sensibilidad no se observa en sus gastos operativos. Una posible explicación se debe a los efectos del *marketing*, pues sus costes quedan incluidos entre ellos. Esta conclusión es factible según Jain y Wu (2000) y Gallaher, Kaniel y Starks (2006) cuando contrastan los efectos positivos de la publicidad en los flujos patrimoniales, dado que los inversores se fijan en ella en sus decisiones de compra.

Del mismo modo, Ferruz, Ortiz y Vicente (2007) afirman que las comisiones de gestión no suelen ser especialmente relevantes para los inversores, y Marco (2007) indica que sólo les afectan las comisiones que pagan expresamente como son las comisiones de entrada y/o salida, lo que denota una verdadera miopía financiera por carecer de sensibilidad a las comisiones de gestión y depósito al mermar de forma efectiva la rentabilidad de su inversión.

Sirri y Tufano (1998) encuentran una relación negativa entre el flujo patrimonial y los honorarios aplicados teniendo en consideración tanto los gastos operativos como las comisiones de entrada. También Torre y García (2001) sostienen la existencia de una influencia negativa de las comisiones de depósito y gestión en la variación de sus flujos patrimoniales de entrada, aunque Barber, Odean y Zheng (2005) sostienen que la relación negativa se evidencia en las comisiones de suscripción y no tanto en sus gastos operativos. Por su parte, Ispizua (2005) indica que las comisiones sólo tienen un impacto significativo negativo en los fondos de renta variable internacional con alta inversión media por partícipe.

Mientras Ippolito (1992) defiende que los fondos de mejor desempeño carguen comisiones superiores que aquellos que presentan un peor desempeño, y como resultado, su mejor desempeño puede compensar las mayores comisiones que aplican, Cambón (2011) concluye que los fondos que aplican comisiones de gestión y depósito mayores no obtienen rentabilidades superiores, a diferencia de los fondos con comisiones de suscripción y reembolso mayores, puesto que se relacionan con la consecución de mayores rendimientos.

Los inversores se informan de las comisiones aplicadas a la hora de suscribir un fondo de inversión. Sin embargo, como parte de ellos no son sensibles a sus modificaciones

posteriores, existen relaciones empíricas aparentemente anómalas. En consecuencia, las sociedades gestoras diseñan estrategias de penetración en el mercado con honorarios bajos, que elevan a posteriori para maximizar su nivel de ingresos (Muga y Santamaría, 2010).

Ahora bien, entre los inversores que otorgan relevancia a los honorarios, algunos estudios observan también que es relativizable en determinadas circunstancias. Así, Goldstein y Krutov (2000) indican que ésta se reduce de forma significativa cuando su rentabilidad es mejor de la esperada; y del mismo modo, Khorana y Servaes (2004) sostiene que los inversores suelen fijarse en los honorarios cuando son elevados con relación al resto de fondos de su categoría, aunque si ésta es buena o mejor de la esperada, su impacto es menor.

En esta línea, Ciriaco y Santamaría (2005) indican que los gestores de fondos de inversión ganadores tienen la capacidad de cubrir, aunque sin excesos, los costes de gestión de sus estrategias y las comisiones practicadas. En cambio, los fondos perdedores obtienen unas rentabilidades ajustadas por riesgo insuficientes para compensar sus costes.

Sin embargo, mientras los fondos con mayores gastos de gestión deberían obtener teóricamente mayores rentabilidades, la realidad es que sus resultados no son acordes (Mayorga y Marcos, 1996). Una conclusión muy similar observa Carhart (1997) cuando indica que honorarios altos se asocian con una menor rentabilidad.

Gil-Bazo y Ruiz Verdú (2009) indican que los honorarios deberían ser reflejo del valor añadido aportado al inversor en su gestión, aún cuando la regulación y la competencia del sector no son suficientes en modo alguno para ello, y contrastan la relación negativa que existe entre honorarios y rentabilidad [283] como consecuencia de las estrategias de las sociedades gestoras basadas en sus rentabilidades pasadas y/o esperadas. Los gastos operativos de los fondos de inversión, pese a ser determinantes en los honorarios aplicados, no explican esta relación negativa por lo que aquellos fondos con menores rentabilidades esperadas y reducidas elasticidades en la demanda suelen cargar unos honorarios elevados. Ahora bien, los fondos con peores rentabilidades tampoco suponen necesariamente que sus honorarios sean más elevados.

De tal manera, los fondos con peores rentabilidades pasadas tienden a incrementar sus honorarios, puesto que sus inversores tienen una menor sensibilidad a la rentabilidad (Christoffersen y Musto, 2002), y los fondos con menores rentabilidades esperadas aplican también honorarios elevados, puesto que son conscientes de su imposibilidad para competir en el mercado ante inversores que muestran esta sensibilidad (Gil-Bazo y Ruiz-Verdú, 2008). En otro estudio previo, Gil-Bazo y Ruiz-Verdú (2007) sostienen que en los fondos de gestión activa, curiosamente, la comisión es mayor cuanto menor es su rentabilidad (*performance*).

En este sentido, los fondos con expectativas de rentabilidad distintas emplean estrategias de *marketing* también diferenciadas. Bergstresser, Chalmers y Tufano (2009) concluyen que los gastos de comercialización de los fondos aumentan en los que presentan peores resultados por tener que recurrir a intermediarios (*broker-sold funds*) que requieren ser bien retribuidos por el coste que su comercialización supone en su reputación.

[283] Hace referencia a la rentabilidad antes de deducir los honorarios aplicados.

Por lo tanto, los honorarios aplicados por los fondos de inversión están adquiriendo paulatinamente mayor importancia en la valoración de las decisiones financieras que toman los inversores, y por tanto, en su comercialización.

2.3.4.3) Fiscalidad

Un concepto estrechamente ligado a la rentabilidad financiera es la rentabilidad fiscal, pues cada producto, servicio u operación financiera está sujeto a un tratamiento fiscal que minora su rendimiento.

De tal modo, la fiscalidad depende de factores como la tipología de activos que lo generan, su forma de abono o los plazos de duración de la inversión. Así, la rentabilidad financiero-fiscal de cada producto financiero viene dada por la consideración conjunta del rendimiento y de su tratamiento fiscal.

La fiscalidad afecta a la composición de las carteras de inversión (Besley y Meghir, 1998). Esta influencia es detectable especialmente en la selección de activos, las cantidades invertidas, la elección del momento de venta, y en menor medida, en la elección de intermediarios financieros (Bérubé y Côté, 2000); Así, el régimen fiscal es uno de los pilares en los que se basan las IIC, y los cambios en la tributación influyen en la composición del ahorro familiar (Marco, 2003).

La remuneración de los ahorros invertidos en fondos de inversión se obtiene en su mayoría mediante plusvalías en lugar de cobros de rentas periódicas, lo que ha facilitado una fiscalidad más moderada que otras formas de ahorro tradicional (Coronado, 2003).

López Suárez y Novoa (2007) observan que la inversión colectiva ha disfrutado de ventajas fiscales que han contribuido a mejorar el rendimiento final del producto frente a otras inversiones alternativas.

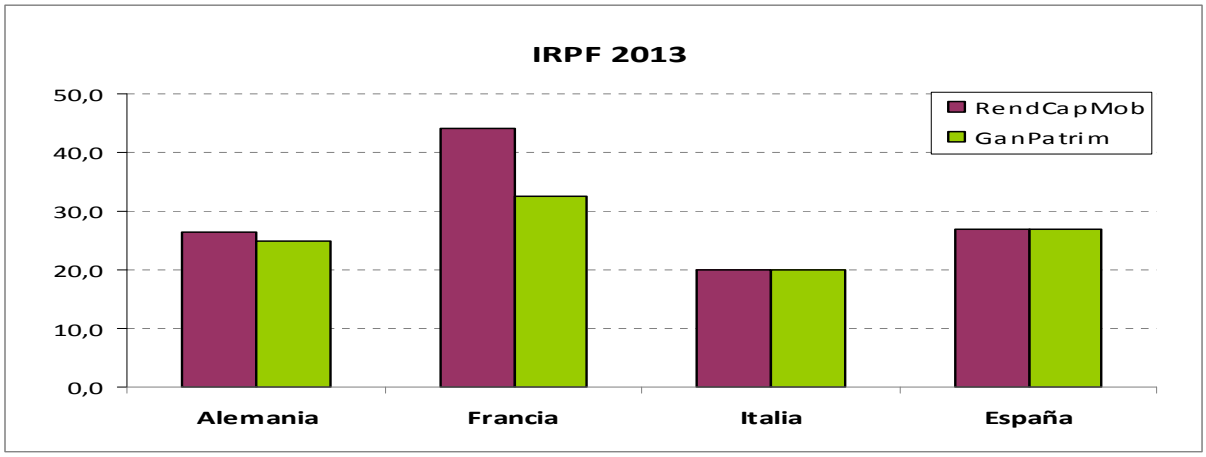
En todos los países de Europa, los legisladores, a propuesta de sus Gobiernos, han establecido estímulos para la inversión colectiva, así como al ahorro a largo plazo de carácter finalista vinculado a la percepción de pensiones (Fundación Inverco, 2014).

En España, Fernández y Bermejo (2009) indican que el Estado anima al inversor a canalizar sus ahorros en la industria de fondos de inversión, precisamente, por la asimetría fiscal (discriminación fiscal) aplicada en favor de los fondos de inversión y en contra del inversor individual, ya que si éste realizase las mismas operaciones que el gestor de su fondo de inversión obtendría rentabilidades realmente distintas, pues se ahorraría las comisiones explícitas y casi todas las ocultas de su fondo de inversión, pero asumiría costes adicionales por custodia y transacción de valores en las operaciones que realice, y sobre todo, tendría que pagar más impuestos, una situación injusta a ojos de los citados autores.

Teniendo en cuenta la libertad de movimientos de capitales de la Unión Europea, la mejora de la calidad de la información que reciben los inversores sobre los mercados internacionales y la desaparición del riesgo de tipo de cambio, las diferencias en el tratamiento de su fiscalidad podrían suponer salidas de capitales desde los países que penalizan en mayor medida las ganancias patrimoniales en fondos de inversión hacia otros países con mayores ventajas fiscales (Ferruz y Ortiz, 2005).

El gráfico nº 39 detalla las diferencias en los tipos de gravamen de los rendimientos de capital mobiliario, por ejemplo, dividendos y ganancias patrimoniales en el impuesto de la renta de las personas físicas (IRPF) en las principales economías de la Eurozona en 2013:

Gráfico nº 39



Rendimientos de capital mobiliario en concepto de dividendos (RebdCapMob) y ganancias patrimoniales (GanPatrim). Tipo máximo impositivo neto en el impuesto de la renta. Fuente OCDE.

En España, los rendimientos de capital mobiliario, por ejemplo, los dividendos y las ganancias patrimoniales muestran en los tipos impositivos desde el año 2007 una tendencia creciente. En cambio, en los años previos esta tendencia era la opuesta y sus diferencias se estrecharon paulatinamente hasta igualarse, según detalla el cuadro nº 113:

Cuadro nº 113

IRPF España	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variación 2000 vs 2013
RendCapMob	27,2	27,2	27,2	23,0	23,0	23,0	23,0	18,0	18,0	18,0	21,0*	21,0*	27,0*	27,0*	-0,2
GanPatrim	20,0	18,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	18,0	18,0	18,0	21,0*	21,0*	27,0*	27,0*	+7,0
Diferencia	7,2	9,2	12,2	8,0	8,0	8,0	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-

Rendimientos de capital mobiliario en concepto de dividendos (RebdCapMob) y ganancias patrimoniales (GanPatrim). (*) Tipo máximo impositivo neto en el impuesto de la renta. Fuente: OCDE y Agencia tributaria.

A pesar de ello, los fondos de inversión siguen presentando una fiscalidad atractiva. Actualmente sus principales ventajas radican en el diferimiento fiscal de las ganancias patrimoniales, no tributan hasta que se hacen efectivas[284], y en el traspaso, sin peaje fiscal. Estas circunstancias afectan muy positivamente al rendimiento de la inversión.

Por lo tanto, la fiscalidad fortalece el desarrollo de la industria de IIC al permitir a los ahorradores e inversores acumular capital a un mayor ritmo que en otros productos financieros.

El cuadro nº 114 muestra las ventajas que presenta el diferimiento fiscal, por ejemplo, en una inversión de 10.000 euros en un fondo de renta fija en relación con un depósito a plazo fijo al mismo tipo de interés (4%) sujeto a retención fiscal en el que los intereses devengados se reinvierten durante un plazo de cinco años. El resultado de la inversión favorece claramente

[284] Adicionalmente, el reembolso de participaciones sigue el criterio FIFO (*first in, first out)*, es decir, se venden las participaciones que se han comprado primero.

al fondo de renta fija, pues su rentabilidad financiero-fiscal supera al depósito a plazo (+4,13% en 5 años).

Cuadro nº 114

Comparativa de la rentabilidad financiero-fiscal con reinversión			
Depósito a plazo	**Importe**	**Interés bruto**	**Interés neto**
Año 1	10.000	400	316,00
Año 2	10.316	412,64	325,99
Año 3	10.641,99	425,68	336,29
Año 4	10.978,27	439,13	346,91
Año 5	11.325,19	453,01	357,88
Total	**11.683,06**	**-**	**-**
Fondo de inversión	**Importe**	**Reembolso bruto**	**Plusvalía latente**
Año 1	10.000	-	400
Año 2	10.400	-	416
Año 3	10.816	-	432,64
Año 4	11.248,64	-	449,95
Año 5	11.698,59	-	467,94
Total	**12.166,53**	**-**	**-**

Datos en euros. Tipo de gravamen: 21%

En el caso de no reinvertir los intereses del depósito, la rentabilidad financiero-fiscal del fondo supera del mismo modo al depósito (+23,2% en 5 años), pues no reembolsar la inversión total en el fondo supone tributar exclusivamente por la parte proporcional de la plusvalía efectiva, según el cuadro nº 115:

Cuadro nº 115

Comparativa de la rentabilidad financiero-fiscal en forma de renta			
Depósito a plazo	**Importe**	**Interés bruto**	**Interés neto**
Año 1	10.000	400	316
Año 2	10.000	400	316
Año 3	10.000	400	316
Año 4	10.000	400	316
Año 5	10.000	400	316
Total	**10.000**	**2.000**	**1.580**
Fondo de inversión	**Importe**	**Reembolso bruto**	**Plusvalía neta**
Año 1	10.000	400	396,64
Año 2	10.000	400	393,01
Año 3	10.000	400	389,51
Año 4	10.000	400	385,73
Año 5	10.000	400	381,80
Total	**10.000**	**2.000**	**1.946,69**

Datos en euros. Tipo de gravamen 21%.

La Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, estableció un tipo impositivo especial del 1% en el impuesto de sociedades para las IIC, en lugar del 13% establecido por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre. En esta línea, ley 18/1991, de 6 de Junio, introdujo la aplicación de coeficientes reductores a las plusvalías en función de la permanencia en el impuesto de la renta (IRPF), que tributaban al tipo marginal.

Esta regulación sentó las bases del éxito de las IIC, y evidencia una voluntad de neutralidad tributaria en la inversión colectiva, puesto que no somete al inversor a un gravamen previo del vehículo jurídico (IIC) empleado en sus inversiones, no penaliza la acumulación de beneficios en las IIC y fomenta las IIC como fórmula de canalización del ahorro y la inversión. En cambio, la aplicación del tipo general desincentiva su desarrollo como instrumentos de intermediación en los mercados financieros (Fundación Inverco, 2010).

El desarrollo de la legislación tributaria ha venido evolucionando durante los últimos años. A continuación se exponen sus principales leyes y reglamentos de desarrollo desde la entrada del *Euro*:

La Ley 6/2000, de 13 de diciembre, reduce el plazo para integrar las ganancias patrimoniales en la parte especial de la base imponible a un año (la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, establecía como requisito dos años), y aplica un tipo de gravamen del 18% (la regulación anterior exigía el 20%).

La Ley 46/2002, de 18 de diciembre, introduce como medida novedosa, de gran trascendencia, un régimen de neutralidad fiscal[285] que permite al inversor movilizar su posición financiera al establecer que el importe del reembolso o transmisión de las participaciones o acciones en IIC que se destine a la suscripción de nuevas no computará como ganancia o pérdida patrimonial, puesto que conservarán el valor y la fecha de adquisición de las reembolsadas o transmitidas[286], siendo de aplicación a los partícipes y socios de las IIC reguladas por la Directiva 85/611/CEE, y a su vez, establece un tipo de gravamen del 15%, que reduce en tres puntos porcentuales la regulación anterior.

La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC[287], mantiene el tipo de gravamen que venía siendo de aplicación (1%) para las SICAVs[288] y fondos de inversión en el impuesto de sociedades siempre que sean consideradas de carácter financiero, y su número de partícipes o accionistas no inferior a 100.

Las SICAV no están obligadas a reinvertir sus ganancias en otros fondos para poder disfrutar de sus ventajas fiscales[289], pero tienen que cumplir con la exigencia indicada del número mínimo de accionistas. De tal modo, contar entre ellos con hombres de *paja*[290] supondría la imposibilidad de disfrutar de sus ventajas fiscales. A pesar de ello, son el

[285] De tal modo, el inversor tributaría por sus ganancias patrimoniales hasta el 31/12/2002, no así a partir de entonces, con lo que su *peaje fiscal* desaparecía, circunstancia que le permitía reestructurar su cartera de fondos sin tener que pagar impuestos por ello.

[286] En el caso de reembolsos de participaciones en IIC que tengan la consideración de fondos de inversión, y en el caso de transmisiones de acciones de IIC que tengan forma societaria siempre que cumplan dos condiciones: el número de socios de la IIC cuyas acciones se transmitan sea superior a 500 y el contribuyente no haya participado en más del 5% de su capital durante los doce meses anteriores a la fecha de la transmisión.

[287] Extiende su aplicación a las IIC reguladas por la Directiva 85/611/CEE, constituidas y domiciliadas en Estados miembros de la Unión Europea, inscritas en el registro especial de la CNMV a efectos de su comercialización en España por entidades residentes.

[288] El tipo impositivo especial de 1% para las SICAV, actualmente vigente en España, dejó de aplicarse en Vizcaya a partir del 1 de enero del año 2010 con la Norma Foral 3/2009, de 23 de diciembre, que establece el tipo general del impuesto de sociedades como tipo aplicable.

[289] Si un inversor tiene que pagar en el impuesto de la renta (IRPF) por las ganancias patrimoniales que obtiene en sus inversiones, en las SICAV este porcentaje es muy inferior y además no tendrá que hacerlo en el IRPF hasta que decida retirar su participación de la SICAV.

[290] Son los accionistas de la SICAV que no ejercen ninguna función en ella, y que solamente ponen su nombre para que la sociedad alcance el mínimo de accionistas exigido.

vehículo de inversión preferido por las grandes fortunas, aunque sus accionistas tributen en concepto de rentas de capital en el impuesto de la renta de las personas físicas (IRPF) del mismo modo que cualquier otro inversor desde el momento en que deciden retirar su capital.

El Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, y regula nuevas fórmulas en la inversión colectiva, entre ellas, destacan los fondos de inversión cotizados (ETF), las IIC de inversión libre (IICIL), y la existencia de clases de participaciones o series de acciones en las IIC, y en las actividades de gestión de IIC, para poder ser gestionadas por sociedades gestoras autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea en el régimen de la libre prestación de servicios.

Con la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, desaparece a partir del 1 de enero del año 2007 la ventaja diferencial del Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, que establecía como tipo impositivo el 15% para las ganancias patrimoniales de generación superior al año, y en consecuencia, esta nueva Ley 35/2006 y el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, establecen una tributación homogénea para las ganancias o pérdidas patrimoniales, que se integran y compensan en la base imponible del ahorro con independencia de su plazo de generación y pasan a tributar al 18% si su resultado fuera positivo, y se compensarían con ganancias patrimoniales en los cuatro años siguientes si, por el contrario, fuera negativo.

En opinión de Nieto (2012), la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, elimina algunas de las ventajas fiscales que los fondos de inversión tenían sobre los depósitos bancarios, y por lo tanto, contribuye al desplazamiento del ahorro hacia la inversión en depósitos bancarios.

La Ley 26/2009, de 23 de diciembre, que entra en vigor el 1 de enero del año 2010, aumenta el tipo de gravamen de la base liquidable del ahorro: del 18% al 19% hasta 6.000 euros, y del 18% al 21% a partir de 6.000 euros, y desde el 1 de enero del año 2012 se incrementan de nuevo con la aprobación del Real Decreto 20/2011, de 30 de diciembre, siendo del 19% al 21% hasta 6.000 euros, del 21% al 25% desde 6.000 hasta 24.000 euros, y del 21% al 27% para más de 24.0000 euros .

Y en último lugar, con la finalidad de penalizar fiscalmente los movimientos especulativos, la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, establece un cambio significativo en la calificación de las ganancias y pérdidas patrimoniales a partir del 1 de enero del año 2013, con lo que las que tienen un periodo de generación superior al año se consideran rentas del ahorro, y las que su generación es menor o igual a un año se integran en la base imponible general y tributan junto con los rendimientos de trabajo y de actividades económicas.

La III Encuesta de Fondos de Inversión del Observatorio Inverco (2013) indica, por un lado, que el 82% de las sociedades gestoras creen que los fondos de inversión se verán beneficiados comparativamente con otros productos financieros por la subida de impuestos, por su posibilidad de diferir el pago de impuestos hasta que decida el inversor (90%), y porque los traspasos permiten adaptarse a la situación existente en los mercados financieros sin tributar (58%); y por el otro, que el 95% de las sociedades gestoras considera que la tributación al tipo marginal de las plusvalías generadas en menos de un año favorecen el traspaso entre fondos como la única forma para cambiar de activo a corto plazo sin tributar. En este sentido, 9 de cada 10 sociedades gestoras consideran que si los inversores conocieran al detalle el mecanismo de traspaso y diferimiento fiscal habría una mayor demanda de fondos de inversión, siendo las entidades comercializadoras las que deberían informarles de estas ventajas fiscales.

En definitiva, la fiscalidad condiciona el desarrollo de la Industria. A pesar de haberse endurecido la tributación de las ganancias patrimoniales con especial intensidad en estos últimos años, el traspaso entre fondos sin peaje fiscal y el diferimiento fiscal son dos características fundamentales de los fondos salvaguardadas por la legislación tributaria que benefician al inversor de forma evidente.

2.3.4.4) Liquidez

Los fondos de inversión deberán tener la liquidez[291] suficiente, según la naturaleza de los activos en los que invierten, para hacer frente a las peticiones de reembolso de los inversores.

Para tal fin, los activos líquidos de los fondos de inversión[292] deben representar, como mínimo, el tres por ciento de su patrimonio, calculado como el promedio mensual de sus saldos diarios. Este porcentaje se denomina *coeficiente mínimo de liquidez*.

La CNMV puede aumentar este límite hasta el diez por ciento como tope máximo en determinados casos en los que existan o se prevea la existencia de dificultades para atender los reembolsos en los plazos establecidos en la normativa.

La liquidez de los fondos de inversión es diaria, a excepción de los fondos inmobiliarios, que está permitida una vez al año como mínimo.

El pago del reembolso se realiza por la entidad depositaria como regla general en el plazo máximo de tres días hábiles desde la fecha del valor liquidativo aplicable a la solicitud. Excepcionalmente, este plazo podrá ampliarse a cinco días hábiles cuando las especialidades de las inversiones que superen el cinco por ciento del patrimonio del fondo así lo exijan.

No obstante, los reglamentos de gestión de los fondos de inversión pueden establecer como exigencia de la sociedad gestora un preaviso con diez días de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de reembolso para importes superiores a trescientos mil euros.

A su vez, las ventanas de liquidez son los periodos en los que se pueden reembolsar y/o traspasar las participaciones de los fondos garantizados o de los fondos de rentabilidad objetivo sin tener que asumir un coste adicional por ello.

2.3.4.5) Gestión profesionalizada y asesoramiento financiero

Intuitivamente, podemos esperar que el inversor minorista se desentienda habitualmente de realizar un análisis continuo de los mercados financieros para recopilar información relevante a la hora de invertir.

Dado que los gestores de fondos de inversión son analistas profesionales de los mercados financieros que trabajan con información de primer nivel pueden llegar a optimizar las inversiones de los ahorradores con un buen asesoramiento financiero, incluso hasta

[291] La *liquidez* es la capacidad de poder transformar una inversión en dinero líquido o efectivo disponible.
[292] Hacen referencia a efectivo, depósitos o cuentas a la vista y las compraventas con pacto de recompra a un día en valores de deuda pública.

beneficiarles de las imperfecciones de los mercados, como por ejemplo, los costes de transacción o la información asimétrica.

En efecto, la cartera de los fondos está precedida por las decisiones de asignación y combinación de activos de sus gestores, basándose, de tal modo, su estilo de gestión en estrategias activas, que tratan de superar el binomio rentabilidad-riesgo de una cartera objetivo (índice) con cambios dinámicos en la composición de su cartera, y/o estrategias pasivas, que evitan el coste de realizar análisis de valores, con lo que replican una cartera objetivo (índice) siguiendo la fórmula de comprar y mantener (Ruiz y Mendoza, 2011).

La CNMV ha creado la figura del *fondo de autor*, y los fondos de inversión que sean calificados como tales tendrán que especificar en su folleto el gestor del producto con nombre y apellidos, y un cambio en dicha persona constituirá un hecho relevante al igual que en su política de inversión o en sus comisiones, otorgando, por tanto, el derecho de separación al partícipe, áun cuando en todos los fondos hay una persona o un grupo de perosnas que toman las decisiones de gestión que marcarán su devenir. Es obvio que dependiendo del fondo de inversión, la SGIIC y el proceso de gestión que se aplica, la diferencia que puede marcar un gestor será mayor o menor, pero siempre será importante (Sáenz de Cenzano, 2015).

Luque (2015) indica que el *riesgo gestor*[293] existe para cualquier fondo y no es posible eliminarlo pero sí minimizarlo. Para contrarestar este riesgo es fundamental entender la cultura de la SGIIC para evaluar su estabilidad. No obstante, este aspecto es muy difícil de valorar porque no solamente se apoya en el conocimiento de la Industria, sino también aspectos como la experiencia media de los gestores, sus ratios de rotación dentro de la compañía, el nivel de inversión personal en los fondos gestionados, el nivel medio de comisiones o el ratio de éxito[294]. Asimismo, es preciso también considerar otros elementos adicionales como la cultura corporativa, la calidad de la dirección y los incentivos que se ofrecen a los gestores, y conocer el porcentaje de gestores de la compañía que continúan en ella después de un periodo de tiempo determinado o su tiempo de permanencia en ella. *Morningstar* aglutina estos aspectos en su ratio firma gestora (*Parent rating*) otorgando una valoración positiva, neutral o negativa.

Deepthi, Klapper, Sulla y Vittas (2003) indican que los fondos de inversión ofrecen a los inversores las ventajas de una cartera diversificada y una gestión profesionalizada a bajo coste. En el caso de los fondos de renta variable, son dos características especialmente importantes por su potencial para agregar valor; y en el caso de los fondos del mercado monetario y de renta fija, su principal ventaja radica en su gestión profesionalizada.

En mi opinión, como la aversión al riesgo en los inversores minoristas suele ser menor que en los institucionales, la gestión profesional tiene mayor trascendencia, y para tal finalidad, las SGIIC deben disponer de medios adecuados para que esta labor sea de calidad.

[293] Muchos inversores que habían confiado sus ahorros a sociedades gestoras precisamente por la presencia de gestores destacados, han visto cómo abandonaban recientemente la sociedad gestora para la que trabajaban. Los casos como García Paramés en *Bestinver* y Bill Gross en *Pimco* han supuesto un verdadero terremoto por lo inesperados en el mundo de la inversión colectiva (Luque, 2015). En esta misma línea se posicionaron otros autores como Capon, Fitzsimmons y Prince (1996).

[294] Entendido como el porcentaje de fondos de inversión de la sociedad gestora que permanecen activos y baten a la media de su categoría.

La Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la CNMV, sobre el control interno de las SGIIC y las sociedades de inversión. Esta circular, que desarrolla el artículo 43 de la Ley 35/2003, exige que las SGIIC cuenten con una buena organización administrativa y contable, con medios humanos y técnicos adecuados, así como con procedimientos y mecanismos de control interno. De tal manera que desarrolla las obligaciones de control interno de todas las actividades de las SGIIC y SICAV autogestionadas, y establece la necesidad de adoptar políticas y procedimientos en relación con el cálculo del valor liquidativo; la valoración de activos; la selección de los intermediarios financieros; la actuación de los miembros de su consejo de administración, empleados, representantes y apoderados; el sistema retributivo y de fijación de incentivos; la comunicación interna y externa; las operaciones vinculadas; los riesgos asociados a la delegación de funciones; la disposición de los activos de las IIC; la custodia y administración del depositario; la actividad de préstamo de valores; el departamento de atención al cliente; la comercialización de participaciones y acciones de las IIC; la prevención del blanqueo de capitales; el riesgo derivado de la interrupción inesperada de funciones esenciales; la seguridad de la información; y el ejercicio de derechos inherentes a los valores integrantes de las carteras de las IIC. Asimismo, determina que el control interno incluye las funciones de gestión de riesgos, y el cumplimiento normativo y auditoría interna, y detalla el contenido de estas funciones, que deben ejercerse manteniendo un principio de separación respecto al resto de actividades de la entidad, y permite su delegación con sujeción a ciertas normas, si bien no se podrá delegar la función de la gestión de riesgos o la de cumplimiento normativo en el depositario ni en la misma entidad en la que el depositario haya delegado sus funciones; ni tampoco delegarse la función de auditoría interna en el auditor externo o en la entidad en la que se haya delegado la función de gestión de riesgos. También indica que corresponde al consejo de administración de estas entidades la obligación de organizar eficazmente sus políticas de control interno, y establece la obligación de que las entidades cuenten con manuales internos en los que se detallen las políticas de control interno, que deberán ser aprobados por el órgano de administración de la entidad.

En definitiva, las SGIIC deberán tener capital y recursos suficientes, medios técnicos y humanos adecuados, aplicar políticas de riesgos y control interno responsables, y contar con gestores y asesores financieros que cumplan, entre otros, con los requisitos de objetividad, honorabilidad y experiencia.

En términos generales, las dos fuentes de información del consumidor de productos financieros son el entorno social (familia y amigos) y comercial (asesores de entidades financieras u otras organizaciones). La fuente social más común de información es la comunicación *boca a boca*. Además, su comportamiento recibe la influencia de factores sociales (familia, cultura, estatus social, grupos sociales de referencia, entre otros) y psicológicos (Coronado, 2003), y entre éstos, destacan la personalidad, la motivación, la autoimagen, las percepciones, los procesos de aprendizaje y las actitudes (Alonso, 1997).

La normativa MiFID establece la obligación de la entidad de conocer al cliente para determinar si los servicios que le presta o los productos que le ofrece son adecuados para él. Esta obligación se concreta en exámenes o tests que debe cumplimentar el cliente[295].

De tal manera que, cuando la entidad presta un servicio de asesoramiento en materia de inversiones[296] o de gestión de carteras[297], tiene que realizar un examen completo al cliente,

[295] En el caso de una persona jurídica, la propia sociedad es la que se evalúa, siendo su/s apoderado/s, según bastanteo, quien/es lo realiza/n y firma/n en su nombre (CatalunyaCaixa, 2014).

denominado *de idoneidad*, que obtiene la información necesaria sobre su conocimiento y experiencia, su situación financiera[298] y sus objetivos de inversión con el objeto de recomendarle los servicios y productos financieros que más le convengan. El desconocimiento de la información necesaria impide que la entidad realice este servicio, según establece la normativa MiFID. En cambio, cuando la entidad presta servicios de *comercialización*[299], sólo tendrá como obligación recabar la información del conocimiento y experiencia financiera del cliente en el ámbito de la inversión que corresponda al tipo concreto del producto o servicio en cuestión. Si este examen, denominado *parcial* o *de conveniencia*, considera que el producto o servicio no es adecuado, o no consigue recabar toda o parte de la información necesaria, la entidad debe advertírselo al cliente, aunque puede prestarle el servicio u ofrecerle el producto. Las entidades están exoneradas de realizar este examen cuando presten, a iniciativa del cliente, servicios de recepción, transmisión y ejecución de órdenes sobre productos financieros no complejos (Díaz Ruiz y Ruiz Bachs, 2008). En efecto, existe un tercer marco de relación posible entre la entidad y el cliente, denominado de *mera ejecución de órdenes*, que se añade a los indicados anteriormente, *comercialización* y *asesoramiento*, según la participación de la entidad en las decisiones financieras del cliente. Esta relación con el cliente es de mera ejecución cuando la contratación, suscripción o confirmación de un producto MiFID se realiza a iniciativa del cliente, sin haber sido recomendada por la entidad que condicione su decisión financiera. Cuando se opere dentro del marco de mera ejecución, es decir, a iniciativa del cliente, no es necesario obtener por la entidad información del cliente que sea previa a la contratación para evaluar la conveniencia, y por tanto, no es preciso cumplimentar el test de conveniencia (CatalunyaCaixa, 2014).

La vigencia de los tests de conveniencia y de idoneidad es de un año, y una vez transcurrido éste, deben ser cumplimentados de nuevo, al igual que cuando la entidad considere que las circunstancias personales de los clientes hayan cambiado, porque tienen como fin la protección de los clientes que no tienen conocimiento y experiencia suficientes para entender las características y los riesgos de los productos (CatalunyaCaixa, 2014).

Se entiende una relación de mera ejecución cuando el cliente pertenece a la categoría *contraparte elegible* o *profesional*, independientemente del canal a través del cual opere y del producto que contrate (excepto para aquellos clientes *profesionales* que se les preste el servicio de asesoramiento de banca privada); en el caso de clientes *minoristas*, el producto es de cuenta de valores de renta variable (excepto si la contratación se realiza dentro del ámbito

[296] La entidad presenta al cliente una recomendación de inversión personalizada (explícita o implícita), sobre un producto concreto (no genérica), exclusiva (no por canales masivos) e individualizada (dirigida a él), basándose en sus circunstancias personales (objetivos de inversión, conocimiento, experiencia, situación financiera) para determinar su perfil de riesgo (conservador, prudente, dinámico o agresivo) mediante la realización de un test de idoneidad. Estas caracterísiticas marcan la frontera entre una recomendación personalizada y las recomendaciones genéricas que se indican en las acciones de comercialización. Este servivio de recomendación de inversión de productos MiFID se realiza obligatoriamente en el ámbito de banca privada de las entidades (CatalunyaCaixa 2014).

[297] El cliente delega en la entidad la gestión efectiva de sus inversiones, siendo ésta la que toma las decisiones.

[298] Hace referencia a ingresos, deudas, patrimonio financiero e inmobiliario, entre otras.

[299] Consiste en informar a los clientes de las caracterísiticas de un producto, sea a través de ofertas, anuncios o trípticos dirigidos al público en general o en privado, sin que en ningún caso presente una recomendación personalizada, y por tanto, son las acciones que realiza la entidad previas a la contratación de un producto mediante las cuales facilita al cliente la información necesaria para que pueda tomar las mejores decisiones de inversión. Incorpora recomendaciones generales. Este es el ámbito en el que se realizan el mayor número de contrataciones en las oficinas de las entidades bancarias (Catalunya Caixa, 2014).

del asesoramiento); y cuando los clientes *minoristas* operen a través de banca electrónica (banca telefónica o internet), sólo en caso de renta variable y fondos de inversión. Asimismo, la contratación, suscripción o confirmación de los productos MiFID complejos por parte de clientes *minoristas* nunca se realiza en el ámbito de mera ejecución. Dentro del marco de comercialización, en caso de que el producto MiFID sea complejo, la entidad incluye en la orden de contratación, suscripción o confirmación, un recuadro para que el cliente escriba, de forma manuscrita, la frase "*Este producto es complejo y se considera no conveniente para mí"*, manifestando que ha sido advertido de la no conveniencia del producto (cuando sea conveniente no será necesario esta expresión manuscrita), y adicionalmente, cuando no exista una propuesta de inversión personalizada y el producto MiFID sea complejo, el cliente tendrá que escribir: *"No he sido asesorado en esta operación"*. Por lo tanto, en productos MiFID complejos, la entidad debe evaluar la conveniencia para el cliente, de tal manera que, en caso de que no sea conveniente, la entidad sólo puede tramitar la solicitud si le advierte previamente de ello (CatalunyaCaixa, 2014).

La educación del inversor es vital, sin embargo, no disminuye la importancia que tiene el asesoramiento financiero, puesto que su papel puede resultar fundamental en la toma de decisiones financieras (Voss, 2014). Es labor del asesor financiero conseguir que el cliente perciba la objetividad y honorabilidad de su asesoramiento, y por lo tanto, se enfrenta a una labor muy compleja: recomendar el mejor producto para el cliente, no el mejor para su firma. Uno de los retos del servicio es conseguir la confianza del cliente[300] (Eguren, Elvira y Larraga, 2009).

A raíz de la última crisis financiera, Colombás (2015) indica que el asesoramiento financiero es cada vez más y mejor utilizado, no para que el inversor delege sus decisiones financieras, sino para que las pueda tomar con mayor información.

Existen distintos factores que hacen del asesoramiento financiero una alternativa atractiva para ahorradores con un cierto nivel de riqueza. Entre ellos, el descenso de los tipos de interés, que se traduce en una menor rentabilidad de los depósitos; la positivización de la curva de tipos de interés[301], que aumenta la rentabilidad a medio y largo plazo pero asumiendo también un mayor riesgo; la globalización de los mercados financieros, que crea necesidades de acceso a los mismos con herramientas adecuadas; el mayor número de productos financieros del mercado, que requieren una gestión profesional más eficiente (diferentes tipos de fondos de inversión, planes de pensiones, depósitos estructurados, *warrants*,…); o las novedades fiscales que aferctan en la gestión del patrimonio financiero. Además, un asesor financiero puede ayudar al ahorrador con una buena planificación financiera que mejore su calidad de vida y que le permita no perder su nivel adquisitivo (Eguren, Elvira y Larraga, 2009).

La mayoría de entidades financieras han visto la necesidad de ofrecer un servicio de asesoramiento financiero a los clientes. Para ello, forman a sus empleados en materias

[300] En 1865, Lewis Carroll escribió un libro titulado *Alicia en el país de las maravillas*, que Walt Disney llevó posteriormente a las pantallas en 1951. En él presenta a Alicia, una joven que persigue a un conejo blanco, y cae en un agujero y descubre un mundo de maravillas. En un pasaje de la obra, cuando Alicia se siente perdida encuentra un gato, Minino de Cheshire, con el que mantiene la siguiente conversación: "*Minino de Cheshire, ¿podrías decirme, por favor, qué camino debo seguir para salir de aquí? - Esto depende en gran parte del sitio al que quieras llegar, dijo el Gato*". Este pasaje define perfectamente el asesoramiento financiero. Ante un problema financiero, la solución dependerá de los objetivos y necesidades del cliente.

[301] Se refiere a que los tipos de interés a corto plazo son inferiores a los tipos a largo plazo.

relacionadas con el asesoramiento financiero, incluso para que acrediten certificaciones profesionales como *European Financial Advisor* (EFA), entre otras (Bernal y Míguez, 2014).

En el mercado español, de acuerdo con la ley 47/2007, que incorpora MiFID a la legislación española[302], las entidades que prestan servicios de asesoramiento financiero son las empresas de servicios de inversión (ESI), tales como sociedades de valores (SV)[303], agencias de valores (AV)[304], sociedades gestoras de carteras (SGC)[305] y empresas de asesoramiento financiero (EAFI)[306]; las entidades de crédito pueden prestar este tipo de servicios, aunque no sean empresas de servicios de inversión por ser su objetivo básico la prestación de servicios de financiación, de inversión y de depositaria, cuando su régimen jurídico, estatutos y autorización específica les habilite para ello[307]; y en relación a las compañías aseguradoras, en opinión de Eguren, Elvira y Larraga (2009), es necesaria una mayor liberalización que permita al corredor actuar con una mayor libertad como asesor financiero, como sucede en otros países como, por ejemplo, Reino Unido, Francia o Italia, donde su regulación es más permisiva.

Asimismo, los asesores financieros se enfrentan a una regulación cada vez más estricta, con una obligación de cualificación superior y una estructura de comisiones más transparente. Un reflejo es la disminución de su número en Reino Unido: en 1980 superaban los 300.000 frente a los 32.500 actuales. La claridad y la transparencia en las relaciones con los inversores han resultado clave en la superviviencia de los más aptos (Richards, 2014). La existencia de *chiringuitos* financieros no capacitados para prestar este tipo de servicio ha dañado la figura del asesoramiento financiero (Eguren, Elvira y Larraga, 2009). Según la ley 47/2007, las

[302] Antes de la entrada en vigor de la normativa MiFID, en España se prestaba el servicio de asesoramiento financiero como un servicio auxiliar, que se desarrollaba principalmente dentro de las entidades de crédito en sus departamentos de banca privada.

[303] Los principales servicios que prestan las sociedades de valores (SV) son: recepción, transmisión y ejecución de órdenes por cuenta de terceros, negociación por cuenta propia, gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, mediación en la colocación y aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta, depósito y administración de los instrumentos anteriores, concesión de créditos a inversores, asesoramiento de inversión, y a empresas sobre estructuras de capital, estrategia industrial, fusiones y adquisiciones de empresas y servicios relacionados con operaciones de aseguramiento.

[304] Las agencias de valores (AV) prestan los mismos servicios que las sociedades de valores (SV) excepto negociación por cuenta propia, aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta y concesión de créditos a inversores.

[305] Las sociedades gestoras de carteras (SGC) realizan la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión de acuerdo a los mandatos de los inversores, y prestan asesoramiento de inversión en instrumentos financieros, y a empresas sobre estructura de capital, estrategia industrial, fusiones y adquisiciones de empresas.

[306] Las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) prestan sólamente un servicio de asesoramiento sobre inversión en instrumentos financieros, y a empresas sobre estructura de capital, estrategia industrial, fusiones y adquisiciones de empresas.

[307] En este sentido destacan las siguientes figuras: Las entidades específicas que pertenecen a un gran grupo financiero con un negocio independiente de su matriz, que buscan posicionarse en el mercado con un nombre propio y suelen tener nombres diferentes a su grupo de referencia. Un ejemplo era *Banif*, banca privada de Banco Santander (aunque a partir de mayo de 2013 está integrada dentro del grupo y ha pasado a denominarse *Santander Private Banking*); Una segunda figura son las unidades internas especializadas en banca privada de un grupo financiero, se corresponden con sus departamentos de banca privada, y su objetivo es que los clientes dispongan de un servicio de asesoramiento financiero como, por ejemplo, *BBVA Patrimonios*; Una tercera son las entidades que se centran principalmente en los clientes de patrimonios altos, fimas extranjeras que se han asentado en España como, por ejemplo, *JP Morgan* o *UBS*, con el fin de obtener contratos de gestión y mandatos de SICAVs; y una cuarta figura destacable es la banca tradicional, que presta servicios de asesoramiento a clientes de patrimonios altos con la marca de la matriz en sus propias oficinas bancarias, con lo que desarrolla una actividad de banca privada sin generar un balance específico de la misma (Eguren, Elvira y Larraga, 2009).

entidades que presten este servicio en España sin estar registradas en la CNMV o reguladas como entidad de crédito por el Banco de España deben cesar en su actividad inmediatamente.

Mientras en Estados Unidos los fondos de inversión se comercializan mediante *brokers* independientes o a través de gestoras directamente, en España, debido a que el grado de bancarización de su Industria es notablemente más elevado, esta distribución se realiza principalmente a través de las oficinas de las entidades de crédito (Cambón y Losada, 2012).

El III Barómetro del Ahorro (Observatorio Inverco, 2013) afirma que la oficina o asesor bancario se mantienen en primer lugar como medio de información en el que mayor grado de confianza deposita el ahorrador, 5 de cada 10 ahorradores acuden a ellas para pedir información sobre dónde invertir, aunque el asesor financiero (no bancario) y las redes sociales han ganado importancia en los últimos dos años; y para contrastar la información recibida, los ahorradores acuden a *internet* (37%) y a sus familiares y amigos (29%). Y de acuerdo a la V Encuesta de los fondos de inversión del Observatorio Inverco (2015), la gran mayoría de los inversores sigue acudiendo a la red de oficinas bancarias para contratar productos. Según las sociedades gestoras, ocho de cada diez contrataciones se realizan mediante esta vía, seguido cada vez más de cerca por la *web* y por la banca telefónica.

Sin embargo, la capacitación de la red comercial del sector bancario es deficiente y se limita a la venta de productos de campaña de forma indiscriminada por estar espoleada por ambiciosos objetivos de captación con la finalidad de generar atractivas y recurrentes comisiones a las entidades, y para ello, cuentan con publicidad en los medios de comunicación (López y Novoa, 2007). En mi opinión, aunque esta capacitación no sea la óptima, de igual modo, no es menos cierto que la banca universal está evolucionando hacia una banca más especializada con especialistas por segmentos de negocio, especialmente durante los últimos años.

.

Bergstresser, Chalmers y Tufano (2009) afirman que los intermediarios (*broker-sold funds*) no justifican en términos de rentabilidad ajustada a riesgo los costes asumidos por los inversores cuando recurren a este servicio en comparación con la venta directa (*direct-sold funds*), con lo que no consiguen demostrar sus ventajas, aunque también evidencian que determinados aspectos son valorados positivamente, por ejemplo, la ayuda en la gestión eficiente de su tiempo, en la personalización de sus carteras de inversión en función de su tolerancia al riesgo y/o en el aumento de su *confort* en las decisiones de inversión.

2.3.4.6) Seguridad y supervisión

Todos los fondos de inversión están perfectamente identificados mediante un código alfanumérico que se denomina ISIN (*International Securities Identification Number*)[308].

Las sociedades gestoras y las entidades depositarias efectúan un doble papel de control y supervisión sobre el patrimonio de los fondos de inversión. Asimismo, los fondos de inversión, las sociedades gestoras y las entidades depositarias están supervisados por la

[308] La estructura es la siguiente: los dos primeros caracteres corresponden al código país, los siguientes nueve caracteres forman el número básico que puede contener el código nacional de identificación del valor en cada país, y la estructura y tamaño de este código quedan al criterio de la Agencia de Codificación del país, y el último carácter es un dígito de control (Por ejemplo, Bankinter Dinero 3 FI (ES0115155030).

CNMV y/o Banco de España para velar por el adecuado cumplimiento de las obligaciones que la normativa les impone en interés del inversor. Por lo tanto, el riguroso control al que están sometidos los fondos por las SGIIC, las entidades depositarias y los organismos reguladores los convierten en una alternativa de inversión totalmente segura y fiable.

Los fondos de inversión con carácter general están limitados en su operativa y en sus obligaciones frente a terceros con el objeto de garantizar su solvencia.

Así, el endeudamiento asumido por los fondos de inversión tiene como objeto, en términos generales, resolver posibles dificultades transitorias de tesorería con un límite máximo del diez por ciento de su activo a un plazo que no supere un mes. No obstante, también se pueden endeudar para adquirir activos con pago aplazado, siempre sujeto a las condiciones que establezca la CNMV[309].

El patrimonio que se invierte en un fondo de inversión está separado de la sociedad gestora, de la entidad depositaria y del comercializador, y la normativa contempla mecanismos con el objetivo de garantizar que el patrimonio de los inversores no se vea afectado por una situación de insolvencia de dichas entidades en la medida en que sus participaciones estén debidamente registradas en la sociedad gestora.

El procedimiento concursal de la sociedad gestora o de la entidad depositaria no producirá de derecho la disolución del fondo de inversión, pero la entidad afectada cesará en sus funciones y la CNMV podrá acordar su sustitución. En caso de cesación de actividad de la sociedad gestora y/o de la entidad depositaria por cualquier causa, si no surgieran otras en su sustitución, el fondo de inversión se disolvería y se abriría un periodo de liquidación. No obstante, la sustitución de la sociedad gestora o de la entidad depositaria, así como los cambios que se produzcan en el control de estas entidades, confieren a los partícipes un derecho de reembolso de sus participaciones.

Por lo tanto, la distinción entre sociedad gestora, entidad depositaria y comercializador aumenta la protección del inversor ante las incertidumbres existentes como el riesgo de ruptura del *Euro* con la consiguiente devaluación de la inversión, la restricción en los movimientos de efectivo (*corralito*) y/o la insolvencia de la sociedad gestora o entidad depositaria. De tal modo, cualquier inversor puede suscribir, por ejemplo, un fondo de inversión en una divisa distinta del *Euro*, comercializado por una entidad española, administrado por una sociedad gestora extranjera y depositado en una entidad extranjera.

A través de la operativa con cuentas *globales* u *ómnibus*[310], práctica habitual en otros mercados directamente competidores, es el comercializador quien lleva el registro de los partícipes o accionistas de las IIC y no la sociedad gestora como sucedía hasta su modificación legal en España, lo que limitaba las posibilidades de comercialización de

[309] Los *hedge funds* tienen como límite de endeudamiento máximo cinco veces el valor de su patrimonio.

[310] Las inversiones de todos los clientes de una SGIIC se agrupan en una única cuenta denominada cuenta global u *ómnibus*, y su ventaja reside en el ahorro de costes de transacción, por eso mismo, son utilizadas por los intermediarios globales en los mercados internacionales. De tal modo, la titularidad de esta cuenta se atribuye a la SGIIC que procede a su apertura en nombre propio por cuenta de terceros. La entidad depositaria conoce el carácter instrumental de la cuenta global, y por lo tanto, también que la titularidad real de los valores corresponde a los clientes de la SGIIC. Esto es lo que se denomina *titularidad aparente*. En el caso de declaración de concurso de acreedores de la SGIIC, los clientes tendrán un derecho de separación de la masa activa del concurso, que queda articulada mediante anotaciones en cuenta.

productos nacionales en otras redes de distribución que no sean las de la propia sociedad gestora (De la Peña, 2013). En esta línea, la III Encuesta de Fondos de Inversión del Observatorio Inverco (2013) indica que 9 de cada 10 sociedades gestoras opinan que la regulación de las cuentas *ómnibus* para comercializar IIC españolas en España es muy necesaria (51%) o conveniente (43%), y que la eliminación de las trabas existentes para su comercialización en el extranjero (como el envío por el comercializador extranjero de la identidad de los inversores a la Agencia Tributaria) es también muy necesaria (73%).

La Ley 16/2013, de 29 de octubre, que reforma la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, permite el empleo de cuentas globales u *ómnibus* en la comercialización de IIC españolas en el extranjero a partir del 1 de enero de 2014. La finalidad de esta modificación es implantar un sistema similar al que ya existe en otras jurisdicciones, con la finalidad de reforzar la competitividad del sector español de fondos de inversión. De este modo, se sustituye el sistema de llevanza del registro único de partícipes de un fondo de inversión por la sociedad gestora, por un sistema en el que, cuando se acuerde la comercialización del fondo con un intermediario financiero establecido en España mediante una cuenta *ómnibus*, pueda ser dicho intermediario el encargado de la llevanza del registro identificativo de los partícipes que sean sus clientes[311]. Dicho registro deberá contener en todo momento, de forma individualizada para cada uno de los clientes, el saldo y valor de sus participaciones, desglosadas por cada operación realizada con todos sus datos, tanto los financieros como los fiscales que procedan a efectos del cumplimiento de las obligaciones financieras y tributarias que correspondan al comercializador (Linklaters, 2013).

En efecto, el legislador ha comprendido este lastre que perjudicaba al negocio de las sociedades gestoras españolas, estableciendo un marco normativo neutral que permite, en cierto sentido, una competencia en igualdad de condiciones para las IIC nacionales con un sistema similar al de otros países europeos. Sin embargo, la tardanza de la reforma ha hecho que las entidades hayan encontrado de una forma previa soluciones alternativas. Así, una treintena de sociedades gestoras españolas tomaron la decisión de registrar sus productos en otras jurisdicciones, principalmente en Luxemburgo e Irlanda, con el objetivo de poder comercializarlos en el extranjero o en las redes españolas. Por ello, la industria de IIC en España es, en ocasiones, escéptica a estos cambios normativos y no ha mostrado excesiva euforia ante la nueva regulación. Sergio Navarro, director general de *A&G Banca Privada*, opina que la batalla de la gestión de fondos armonizados (UCITS) está perdida, las gestoras extranjeras se han comido el mercado español, y las grandes gestoras españolas y los gestores valiosos ya están montando sus propias sociedades en Luxemburgo para poder vender sus productos en todo el Mundo (Muñoz, 2013).

De acuerdo a la V Encuesta de fondos de inversión del Observatorio Inverco (2015), desde que en el año 2013 se aprobó la regulación de las cuentas *ómnibus* para la comercialización de IIC españolas en el extranjero, solamente el 11% de las sociedades

[311] En este sentido, cabe señalar que una entidad comercializadora no podrá simultanear para un partícipe en un fondo de inversión, respecto de una misma clase de participaciones, su inclusión en el registro de partícipes de la entidad comercializadora con su inclusión en el registro de partícipes de la sociedad gestora del fondo, de forma que toda su inversión en el fondo canalizada a través del mismo comercializador deberá figurar a nombre del partícipe en un único registro. Cuando las participaciones figuren en el registro de la sociedad gestora a nombre del comercializador por cuenta de los partícipes en una cuenta *ómnibus* o *global*, será preciso que los partícipes hayan expresado su consentimiento individual y previo a dicho sistema de registro en cuenta global u *ómnibus* (Linklaters, 2013).

gestoras confirma que utiliza las cuentas *ómnibus* en España. La razón de que no se hayan empleado mayoritariamente hasta la fecha, por una parte, es que los comercializadores no tienen adecuados aún los procedimientos informáticos para su empleo, aunque 4 de cada 10 reconocen que no existe un gran interés de momento; y por otra, el 41% de las sociedades gestoras prevé el empleo de este mecanismo para la comercialización de sus productos fuera de España en un futuro próximo. No obstante, el 89% de las sociedades gestoras que operan en España consideran que debería facilitarse un registro de fondos de inversión para ser comercializados en países de fuera de la Unión Europea, y señalan como prioritario el mercado iberoamericano, en especial países como México y Chile, aunque algunas también apuntan a Colombia y Perú como otros mercados a explorar.

En caso de insolvencia de la entidad comercializadora española de una IIC extranjera, la inversión quedaría cubierta por los fondos de garantía siempre que las acciones o participaciones estuviesen registradas a nombre del inversor en dicha entidad.

El Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN) se creó como exigencia de la Directiva 97/9/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de inversores. En España, la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, modificó el artículo 77 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, introduciendo en el mismo la exigencia de la creación de un Fondo de Garantía de Inversores. Este artículo ha sido desarrollado por el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, y ofrece a aquellos clientes de las entidades adheridas, SGIIC y empresas de servicios de inversión[312], que hayan confiado valores y efectivo, en custodia o en gestión, para la prestación de servicios de inversión, una cobertura en caso de concurso judicial o declaración de insolvencia administrativa[313]. La cobertura se extiende también a los clientes de los servicios de gestión discrecional de carteras de las SGIIC. El importe máximo de la indemnización, una vez comprobada la posición neta del inversor, es de 100.000 euros a partir del Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre de 2008, no así en supuestos de insolvencia anteriores, donde la cobertura máxima era 20.000 euros. Ahora bien, el FOGAIN no cubre las pérdidas de valor sufridas por los inversiones como consecuencia del funcionamiento de los mercados financieros ni tampoco por causa de la insolvencia del emisor.

Según la CNMV (2013), el patrimonio del FOGAIN se situó en 70,8 millones de euros al cierre del año 2013, lo que supone un aumento del 11% respecto al 2012. Este incremento, que se produjo como consecuencia de las aportaciones de las entidades adheridas y del rendimiento de las inversiones, se vió favorecido por la ausencia de nuevos siniestros, al igual que en la mayoría de los ejercicios anteriores. Desde su creación en 2001, y con independencia de los siniestros anteriores cubiertos en aplicación de la normativa comunitaria, sólo ha intervenido con la entrada en concurso de acreedores en Sebroker Agencia de Valores en 2010 y Banco Madrid Gestión de Activos en 2015.

[312] También cubre a las sucursales de empresas de servicios de inversión con sede social en un Estado no miembro de la Unión Europea, autorizadas para operar en España y que no acrediten su pertenecia a un fondo similar en su país de origen.

[313] Los clientes de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) no están cubiertos por el FOGAIN. Tampoco están cubiertos los clientes de las entidades extranjeras que operan en España, puesto que estarían adheridas a los fondos de garantía de su Estado de origen.

2.3.4.7) Información y transparencia

En términos generales, las dos fuentes de información del consumidor de productos financieros son el entorno social (familia y amigos) mediante el *boca a boca*, y comercial (asesores de entidades financieras u otras organizaciones), con lo que el comportamiento del consumidor financiero recibe, además, de la influencia de factores sociales como, por ejemplo, la familia, la cultura, el estatus social o los grupos sociales de referencia, y psicológicos (Coronado, 2003), y entre ellos, destacan la personalidad, la motivación, la autoimagen, las percepciones, los procesos de aprendizaje y las actitudes (Alonso, 1997); y la transparencia de las IIC se refleja en la definición clara de su política de inversión.

En este sentido, los conceptos de transparencia y comunicación informativa eficaz por parte de las entidades que prestan servicios de inversión se han convertido en actores fundamentales para que los inversores depositen su confianza, especialmente a raíz de la última crisis financiera (Colombás, 2015).

No obstante, Franks y Mayer (2001) indican que los inversores pueden no estar convenientemente informados acerca de los riesgos a los que se exponen y, en términos generales, no suelen tener la capacidad de valorarlos en toda su extensión, por lo que la información deficiente que suelen manejar en ocasiones exige el envío de una información más completa tanto a los propios inversores como a los reguladores.

En efecto, es evidente que la contratación de productos financieros requiere de información, más aún en el caso de los fondos de inversión, por ser productos intangibles percibidos por el ahorrador como de alto riesgo (Coronado, 2003), aunque esta percepción, en mi opinión, no se corresponde con la realidad de la Industria. Martínez-Aldama (2010) afirma que fondo de inversión no es sinónimo de inversión arriesgada, porque es posible invertir en categorías de fondos conservadoras que mediante mecanismos de traspaso habilitados (diferimiento fiscal) permiten optimizar las decisiones de inversión.

Otra evidencia, la demanda cada vez mayor de información de los inversores, que necesitan que sea una información de calidad para tomar sus decisiones a la hora de elegir, por ejemplo, aquel fondo que se ajuste mejor a su perfil de riesgo. Así, el acceso a su *valoración diaria* de una forma directa ayuda, por ser la referencia necesaria para las suscripciones y los reembolsos de sus participaciones. Como norma general, las SGIIC calculan y publican su valor liquidativo diariamente[314]. Sin embargo, una información de buena calidad requiere no solamente acceder a la evolución diaria de su valor liquidativo con el objetivo de conocer su rentabilidad pura, sino también su rentabilidad ajustada por riesgo.

En opinión de Ispizua (2005), encontrar un buen fondo de inversión es costoso y los grandes inversores cuentan con más recursos para invertir en información que los pequeños inversores. Como consecuencia, los grandes inversores pueden invertir confiando en una mejor información y pueden invertir así de forma más racional. Los pequeños inversores invierten menos tiempo reuniendo información y suelen tomar sus decisiones de inversión confiando en el consejo de la entidad bancaria más cercana. Por tanto, considera que existe asimetría en la información que manejan los inversores. Según Sirri y Tufano (1998), las mayores comisiones que aplican los fondos de inversión les permiten realizar unos mayores esfuerzos comerciales con el fin de tratar de reducir los costes de búsqueda de los inversores.

[314] Una excepción son los fondos inmobiliarios, pues su periodicidad es, al menos, mensual.

Durán (2004) afirma que la información contable veraz y los mecanismos de control reducen la asimetría de la información y contribuyen a limitar la elección adversa en una inversión. Sin embargo, en un conflicto de interés entre comportamiento oportunista y asimetría de información, al inversor le puede surgir la preocupación sobre el proceso de confección, la calidad y el grado de transparencia de la información que maneja. En mi opinión, esta preocupación debería quedar resuelta con los criterios establecidos por normativa desarrollada en los últimos años al respecto, y que se expone a continuación:

Así, destacan la Orden EHA/35/2008, de 14 de enero, que desarrolla normas relativas a la contabilidad de IIC, la determinación del patrimonio, el cómputo de los coeficientes de diversificación del riesgo, y determinados aspectos de IIC cuya política de inversión reproduce, replica o toma como referencia índices bursátiles o de renta fija, habilitando a la CNMV para su desarrollo, y que regula el concepto del *valor efectivo*[315] a efectos de determinar el patrimonio en la IIC y calcular el coeficiente de diversificación; la Circular 2/2008, de 26 de marzo, de la CNMV, por la que se modifica parcialmente la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo, coeficientes de inversión y operativos, y actuaciones en tasaciones de inmuebles de IIC inmobiliarias; la Circular 3/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de IIC, adapta el régimen contable de las IIC al nuevo Plan General Contable, teniendo en consideración sus especificidades, determinando los activos y pasivos integrados en las carteras de IIC por su valor razonable, y sus variaciones, aún las no realizadas, se imputan a resultados. Sin embargo, el resto de activos y pasivos financieros de las IIC, como su tesorería, sus saldos pendientes por comisiones, o sus descubiertos en cuenta corriente para atender sus reembolsos, se valoran a coste amortizado[316]; la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de empresas de servicios de inversión, SGIIC y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo[317]; la Circular 2/2011, de 9 de junio, de la CNMV, sobre información de las IIC extranjeras inscritas en los registros de la CNMV, deroga la Circular 2/2006, de 27 de junio, de la CNMV[318], y simplifica el procedimiento de notificación y la información que debe ser remitida a la CNMV por las IIC extranjeras armonizadas que se comercializan en España; la Circular 4/2014, de 27 de octubre, de la CNMV, por la que se modifica la Circular 1/2007, de 11 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Europea[319],

[315] Valor de realización estimado de los activos e instrumentos financieros que componen la cartera de la IIC.
[316] Actualización de los flujos de efectivo a la tasa inicial de la operación.
[317] La Circular 3/2008, de 11 de septiembre, y la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV, se modifican posteriormente por la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de IIC. Esta nueva circular tiene como principal objetivo desarrollar el cómputo del límite por riesgo de mercado asociado a la utilización de instrumentos financieros.
[318] La Circular 2/2006, de 27 de junio, de la CNMV, sobre IIC extranjeras inscritas en los Registros de la CNMV, concretaba la documentación que debían remitir a la CNMV en caso de modificaciones de la información registrada, y posibilitaba al inversor la consulta y recepción de la información por medios telemáticos, y asimismo, derogó la Circular 3/2003, de 29 de diciembre, de la CNMV, que racionalizó la remisión a la CNMV de la información pública con posterioridad a la inscripción de las IIC extranjeras comercializadas en España, sustituyó la obligación de envío de los informes públicos de contenido económico elaborados con posterioridad a su inscripción en la CNMV a disposición en la sede social de la entidad comercializadora que era designada a tal efecto, y simplificó las obligaciones de información estadística a la CNMV de las entidades comercializadoras de IIC extranjeras comercializadas en España, porque sustituyó la obligación de informar a nivel de cada compartimento por la de hacerlo conjuntamente para todos los compartimentos comercilizados por la misma entidad.
[319] La Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, que modifica la Circular 2/1998, de 27 de Julio, de la CNMV, exige la información estadística a todos los compartimentos, fondos y sociedades de inversión

para atender las necesidades informativas que establece el BCE para el seguimiento de la política monetaria en su Reglamento (UE) nº 1071/2013; y la Circular 5/2014, de 27 de octubre, de la CNMV, que modifica la Circular 5/2008, de 5 de noviembre, sobre requerimientos de información estadística sobre los activos y pasivos de IIC de la Unión Europea, para atender las necesidades informativas que establece el BCE en su Reglamento (UE) n.º 1073/2013.

Por tanto, la información debe estar disponible en todo momento, y ser accesible, comparable y homogénea (Cox y Payne, 2005; y Ruiz Martín, 2007), de lo contrario, las decisiones del inversor no serán acertadas presumiblemente. De acuerdo a Goetzman y Peles (1997), los sesgos en la información conducen a que se mantengan inversiones en fondos que presentan un mal comportamiento; y más recientemente, en esta misma línea, Houge y Wellman (2006) observan que los inversores peor informados suelen pagar honorarios más altos que los inversores mejor informados por fondos con una política de inversión similar.

La Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV, que adecúa la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV[320], a la Directiva 2009/65/CE y al Reglamento (UE) nº 583/2010, establece que las entidades que comercializan fondos de inversión tienen como obligación entregar al inversor antes de su suscripción una copia del *Documento de Datos Fundamentales para el Inversor* (DDFI)[321], denominado anteriormente *folleto simplificado*, junto con el último informe semestral publicado; y la CNMV conservar una copia de sus informes trimestrales, semestrales y anuales, y del folleto a disposición de los inversores.

El DDFI es un extracto del *folleto completo*, que incluye además un anexo del reglamento de gestión del fondo de inversión y sus últimos informes trimestral[322] y anual[323].

La CNMV analiza y registra el DDFI en el momento de la creación de un fondo de inversión, tiene una extensión máxima de dos páginas, ampliable a tres en el caso de fondos estructurados, y sus apartados son los siguientes:

- Datos identificativos: Incluyen la denominación del fondo, su código ISIN, su número de registro en la CNMV y la identificación de su sociedad gestora.
- Objetivos y política de inversión: Describe la categoría o vocación del fondo según una clasificación estandarizada (fondos monetarios, renta fija, renta variable, mixtos, total o parcialmente garantizados, gestión pasiva, globales, retorno absoluto,…); su política de inversión con la estrategia a seguir; su objetivo de gestión, si tiene o no un índice de referencia; y por último, su valor liquidativo en el caso de suscripción o reembolso de participaciones.
- Perfil de riesgo y remuneración: Indica el riesgo del fondo en una escala de 1 a 7 niveles. Va de potencialmente menor rendimiento/menor riesgo (1) a potencialmente

monetarios o cuya política de inversión sea monetaria, y a los incluidos en la lista de instituciones financieras monetarias publicada por el BCE con el objeto de realizar un seguimiento de la política monetaria.

[320] La Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las IIC, detallaba un modelo adaptado a la Directiva 85/611/C, la Ley 35/2003 y su Reglamento de desarrollo aprobado por el Real Decreto 1309/2005, con el objeto de avanzar en el proceso de simplificación y homogeneización de la información ofrecida al inversor, permitiendole así disponer de un *folleto simplificado* (CNMV, 2006).

[321] *Key Investor Information Document* (KIID).

[322] Informa del estado del patrimonio, el número de participaciones en circulación, el valor liquidativo por participación, la cartera de títulos, los movimientos de los activos, y un cuadro comparativo de los tres últimos ejercicios.

[323] Detalla las cuentas anuales y el informe de gestión con sus conclusiones.

mayor rendimiento/mayor riesgo (7), aunque la categoría (1) no significa que la inversión esté libre de riesgo.

- Gastos corrientes y comisiones: Por un lado incluye el indicador de gastos corrientes como media de los gastos totales que soporta el fondo, y por otro, las comisiones que asume el partícipe de una forma directa (reembolso, suscripción, comisión sobre resultados, etc.).
- Rentabilidad histórica: Muestra la rentabilidad anual que ha obtenido el fondo a lo largo de diez años y en el caso de que su antigüedad sea inferior, incluye una simulación.
- Información práctica: Sobre el depositario (custodia de valores y vigilancia supervisión de la gestora), la inversión mínima inicial, la fiscalidad y dónde se puede consultar otra información del fondo.

Por tanto, el DDFI permite al inversor conocer las características del fondo y hacer una comparativa con el resto de productos, recoge la información necesaria y relevante que necesita para poder tomar una decisión sobre el fondo de inversión con un lenguaje sencillo, claro y conciso y, a su vez, obliga a la entidad a cumplir con su contenido.

En definitiva, la CNMV recomienda al inversor comprobar en el folleto del fondo de inversión antes de su contratación sus características generales (perfil de riesgo, inversión mínima inicial, inversión mínima a mantener, duración mínima de la inversión y, en los garantizados, periodo de comercialización); sus condiciones de suscripción y reembolso (valor liquidativo, hora de corte, preavisos, frecuencia de cálculo del valor liquidativo y lugares de publicación); su política de inversión (categoría, tipos de activos en que inverte, objetivo de gestión, características principales de la garantía en fondos garantizados, y objetivo de rentabilidad no garantizado…); sus comisiones (base de cálculo, tramos de permanencia, ventanas de liquidez, límite máximo por compartimento y clase de participación,…); y por último, su garantía de rentabilidad para los fondos garantizados (alcance y condicionantes de la garantía, fecha de vencimiento, cálculo de la posible revalorización y TAE garantizada si es posible su cálculo). No obstante, ante una duda o consulta, el inversor se puede dirigir a la Oficina de Atención al Inversor de la CNMV.

En esta línea, la Circular 4/2011, de 16 de noviembre, de la CMNV, por la que se modifica la Circular 4/2008, de 11 de septiembre, establece que las SGIIC deben informar de los costes que se derivan de su servicio de análisis, de las circunstancias y de cualquier otra información relevante que motiven, en su caso, la creación de IIC o un compartimento de propósito especial; modifica los formatos de información periódica de IIC; y determina el método elegido en la medición de la exposición al riesgo de mercado y los niveles de VaR máximo, mínimo y medio, y de apalancamiento, que existen al final del periodo de referencia. La finalidad de esta circular es que la información pública periódica se corresponda con la del *Documento de Datos Fundamentales para el Inversor* (DFI); y la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la CNMV, sobre el folleto informativo de tarifas y el contenido de los contratos-tipo, facilita la comparabilidad de los datos que reciben los clientes por las entidades, y establece que las oficinas de atención a los clientes, de los agentes externos incluidos, y sus respectivas páginas web, pongan a disposición de los clientes y potenciales clientes los folletos informativos de tarifas y contratos-tipo en sitios de fácil acceso.

De acuerdo con el II Estudio denominado *Partícipes: Visión sobre los fondos de inversión y sus gestores* realizado por el Observatorio Inverco (2014) entre los partícipes de fondos de inversión en España, 8 de cada 10 (76%) sueler revisan la información periódica que reciben, siendo este interés por consultarla cada vez mayor: el 76% revisan las comunicaciones de las sociedades gestoras (en 2012 solo 6 de cada 10), aunque el porcentaje de los que se leen en detalle el folleto antes de la compra del fondo aún es bajo (33%). Asimismo, a la mayoría de partícipes (67%) les resulta comprensible la información que reciben (en 2012 sólo el 44% aseguraba entenderla). Según Gonzalo Rengifo, miembro del Observatorio Inverco, el aumento del interés de los partícipes por la información periódica recibida podría deberse al crecimiento de la inversión en fondos, la mayor sencillez de los documentos enviados o su mayor concienciación por conocer los activos y mercados en los que invierten los fondos, sin embargo, aún queda un gran recorrido en este sentido.

Además del DDFI y la propia información que periódicamente remiten las SGIIC, el inversor puede recurrir a otras fuentes de información adicionales como son la publicidad o los *rankings* de rentabilidad (Capon, Fitzsimmons y Prince, 1996).

La publicidad cumple la función de dar a conocer a los inversores la oferta de productos y servicios de inversión de las entidades (CNMV, 2008). Según Mardomingo (2012), la publicidad, por lo tanto, debería ser consistente con la información publicada en su folleto informativo, conforme a la ley, lícita y veraz.

Los crecimientos más importantes del patrimonio en fondos de inversión coinciden precisamente con las etapas de mayor agresividad publicitaria (López y Novoa, 2007)[324]. Precisamente, como apuntaba Gruber (1996), la existencia en el sector de una clientela desaventajada, esto es, de inversores que siguen el consejo de los anuncios publicitarios, puede generar, en mi opinión, una pérdida de confianza en el desempeño que realiza la industria de fondos de inversión en su conjunto si no se actúa correctamente en este punto.

Por su naturaleza, los mensajes publicitarios presentan los productos de la forma más atractiva posible, por lo que las posibles desventajas o limitaciones pueden pasar desapercibidas, y además, inducir a confusión o generar expectativas poco realistas en los inversores, si no van acompañadas de las advertencias precisas (CNMV, 2008). Y como los productos que se comercializan son cada vez más complejos, las frases publicitarias promocionales suelen ocultar información relevante, con lo que las expectativas que se generan poco tienen que ver con los resultados reales alcanzados posteriormente. Por lo tanto, la transparencia debería ser la piedra angular del sector (López y Novoa, 2007).

La aprobación de la normativa española que traspone la Directiva MiFID ha consolidado los criterios que ya se venían aplicando en la revisión de las campañas publicitarias que las entidades financieras someten voluntariamente a la CNMV. Este servicio ha adquirido una mayor relevancia cuando la norma ha exigido a todos aquellos que prestan servicios de inversión que sus informaciones, incluidas las comunicaciones publicitarias, sean imparciales, claras y no engañosas. Así, la consulta de la información oficial de los productos financieros es imprescindible antes de tomar una decisión (CNMV, 2008).

[324] Podría haber una relación espuria entre ambas variables: por ejemplo, las etapas de crecimiento bursátil, incrementan el patrimonio de los fondos, y aumentan las comisiones de gestión cobradas, y seguramente atraen a más inversores que hacen aportaciones netas (con las consiguientes comisiones). Estas mayores comisiones podrían favorecer que existiese más dinero para comercialización de los fondos (publicidad, etc).

La principal dificultad de los fondos de inversión para el inversor viene dada por la política de comercialización de las entidades que no informan suficientemente sobre las rentabilidades actualizadas y/o cobran comisiones altas por su gestión, con lo que para alcanzar una mayor transparencia en la información, convendría rectificar algunas de estas prácticas (Ferruz, Gómez y López, 2012).

De tal modo, el objetivo de un fondo de inversión de alcanzar un buen puesto en los *rankings* de rentabilidad del sector o de su categoría puede alterar su asunción de riesgo cuando éste condiciona la remuneración del gestor (Urra, 2004). El *ranking* de rentabilidad clasifica los fondos, pero sólo ordenan las rentabilidades pasadas, por ejemplo, de mayor a menor, con lo que a la hora de decidir el fondo a elegir, deberá ser analizada su rentabilidad pasada junto con su *rating*, debido a que éste último indica la calidad de su gestión (Coronado, 2003).

Ante el incremento del número de fondos de inversión y su segmentación en nuevas categorías, la labor informativa de las revistas y publicaciones especializadas del sector es cada vez más importante para el inversor (Massa, 2003). Otra fuente de información complementaria del inversor es *internet*, por ser un medio adicional a los indicados que no sólo premia y difunde los ejemplos de buena gestión, sino que castiga y comparte los ejemplos de mala gestión, con lo que su resultado redunda en el beneficio del inversor por el hecho de estar mejor informado (Valvuena, 2014).

En este sentido, el porcentaje de partícipes que consulta frecuentemente la *web* de su entidad (62%) en España ha crecido mientras se mantiene el número de inversores que consultan los blogs especializados (2 de cada 10), si bien los inversores moderados y dinámicos están por encima de la media. En el orden de preferencia de las redes sociales, *Facebook* (16%) se sitúa en primer lugar, seguido de *Twitter* (9%) y *Linkedin* (6%), siendo los inversores dinámicos los que más siguen a las gestoras de fondos en *Facebook* y *Twitter*, según concluye el II Estudio denominado *Partícipes: Visión sobre los fondos de inversión y sus gestores* (Observatorio Inverco, 2014).

No obstante, y a pesar de ser los medios de comunicación (prensa económica, *webs* especializadas, TV o Radio) un canal de información fundamental para que los fondos de inversión lleguen al gran público, las SGIIC deberían explicar mejor y de manera más didáctica la información relativa a ellos. Los periodistas consideran que los fondos de inversión son un tema complejo (36%) o de poco interés para sus lectores (32%) y que no logra captar tanto espacio cuando los comparan con las informaciones de otros productos financieros (Observatorio Inverco, 2011).

2.3.4.8) Importe mínimo de inversión

Según indican Casado y Martínez (1992), los fondos de inversión son el principal exponente del capitalismo popular debido a que facilitan las mismas oportunidades a los propietarios de grandes fortunas que a los pequeños ahorradores.

Independientemente del patrimonio mínimo exigido (3 millones de euros) y del número mínimo de partícipes requerido (100) para la constitución de un fondo de inversión, el ahorrador puede invertir en él cualquier cantidad por pequeña que sea. No obstante, en ocasiones, los fondos pueden exigir, del mismo modo, el mantenimiento de una inversión

mínima para conservar su condición de partícipe, que en caso de no cumplirse, la sociedad gestora podría reembolsar al inversor el resto de sus participaciones restantes, auque no es práctica habitual en el sector.

En definitiva, los fondos de inversión son uno de los productos financieros más *democráticos* que existen, y como son accesibles para cualquier persona desde cualquier cantidad o cantidades muy pequeñas, se convierten en vehículos ideales en la canalización del ahorro (BBVA, 2015)

2.3.5) Principales competidores de la Industria en la composición de la riqueza financiera familiar

Como hemos indicado anteriormente en la presente Tesis, los productos financieros comercializados en el mercado, incluidos los fondos de inversión, están condicionados, además de por el riesgo que asumen[325], por otros factores como son la rentabilidad, la liquidez, el plazo previsto en la inversión o la capacidad de diversificación. El cuadro nº 116 expone sus principales características:

Cuadro nº 116

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LOS PRODUCTOS FINANCIEROS				
PRODUCTO	**RENTABILIDAD**	**RIESGO**	**LIQUIDEZ**	**OBSERVACIONES**
Cuentas a la vista	Nula o muy baja. Excepción las cuentas de bancos en Internet.	Muy bajo. (sólo el de posible de insolvencia del banco).	Muy alta.	Adecuado para transacciones diarias y transitoriamente, hasta acumular capital para otras inversiones o gastos.
Depósitos a plazo	Media o baja. (depende de plazo y aportación).	El asumido por posible insolvencia del banco. El riesgo de tipos de interés.	Baja. Posibilidad de cancelación anticipada con penalización.	Adecuado para inversores que no desean asumir riesgos a medio plazo. Asegura una determinada rentabilidad.
Depósitos con riesgo (referenciados, estructurados…)	Media-alta (depende de plazo, aportación y evolución del tramo con riesgo).	Asegurada la inversión inicial pero riesgo sobre la rentabilidad obtenida al final.	Baja, aunque depende de condiciones del producto.	Adecuado para inversores que no quieren arriesgarse a perder dinero, pero sí quieren arriesgarse a ganar (o dejar de ganar).
Renta fija a corto plazo. (Activos del mercado monetario).	Baja.	Muy bajo. Son activos libres de riesgo si el emisor es un Estado solvente.	Muy alta.	Adecuado para inversores con bajo perfil de riesgo y para inversiones transitorias de tesorería.
Renta fija a medio y largo plazo	Media. Solo es conocida al vencimiento, pero no si se vende antes.	Bajo o Medio-bajo. Riesgo de tipos de interés. Riesgo de solvencia del emisor.	Depende del emisor, del mercado y del volumen de la emisión.	Adecuado para inversores que desean rentabilidades periódicas y para diversificar carteras de inversión.
Renta variable (acciones cotizadas o no)	A corto plazo: difícil de prever. A medio plazo: media o alta.	Alto.	Depende del título y de si cotiza o no en mercados organizados.	Adecuado a inversores con perfil de riesgo alto. Ofrece la oportunidad de ganar más que con cualquier otra inversión financiera.
Fondos de Inversión	Depende del tipo de fondo de inversión. Rentabilidad esperada asociada al nivel de riesgo asumido.	Depende del tipo de fondo. Desde muy bajo (Fondtesoros) a muy alto (renta variable internacional…).	Alta (24 a 48 horas).	Adecuado para inversores que quieren gestión profesional y diversificación, combinando rentabilidad y riesgo

[325] MiFID define cuatro perfiles distintos de riesgo de producto: perfil *conservador* (productos indicados para inversores que desean aprovechar oportunidades de inversión pero asumiendo poco riesgo y sin apenas oscilaciones en sus inversiones); perfil *prudente* (productos indicados para inversores que desean asumir un cierto riesgo a cambio de mejorar las rentabilidades potenciales aceptando ciertas oscilaciones, y están dispuestos a tolerar pequeñas pérdidas puntuales); perfil *dinámico* (productos indicados para inversores que desean asumir riesgo a cambio de una mayor rentabilidad potencial, y están dispuestos a tolerar pérdidas durante cierto tiempo a cambio de mayores retornos a futuro); y por último, perfil *agresivo* (productos indicados para inversores que buscan la mayor rentabilidad, asumiendo mayores riesgos, y son conscientes de que pueden experimentar pérdidas importantes de su capital, pero lo aceptan a cambio de una mayor rentabilidad).

PRODUCTO	RENTABILIDAD	RIESGO	LIQUIDEZ	OBSERVACIONES
Planes de Pensiones (PP)	Media o alta, si el plazo es suficiente. Depende del tipo de plan y de la evolución de los mercados.	Depende del tipo de plan (composición de la cartera).	Muy baja. Solo puede hacerse líquido cuando se cumplen los supuestos legales.	Es una inversión con carácter de previsión que goza de fiscalidad favorable frente a otros productos. Interesa rentabilidad financiero fiscal.
Planes de Previsión Asegurados (PPA)	Garantiza un determinado tipo de interés o rentabilidad.	Depende del tipo de plan, pero la rentabilidad garantizada reduce su riesgo.	Muy baja. Solo puede hacerse líquido cuando se cumplen los supuestos legales (iguales a los planes de pensiones).	Es una inversión con carácter de previsión que goza de fiscalidad favorable frente a otros productos. Interesa rentabilidad financiero fiscal.
Seguros (financieros) y planes de jubilación	Media. Depende del tipo de seguro y condiciones.	Baja o medio según el tipo de seguro (ej.: "unit linked"). Deben cumplirse las condiciones aseguradas	Muy baja. Solo en las condiciones recogidas en el contrato.	Básicamente, son seguros de vida en los que se puede plantearse el rescate en una fecha determinada. Incluye planes de jubilación.
Otros productos financieros (tangibles, cuenta vivienda, derivados financieros, etc…)	Depende de condiciones particulares de cada producto.	Depende del producto.	Depende del producto.	Pueden ser combinaciones de productos o productos específicos para determinados segmentos del mercado.

Fuente: Palomo y Mateu (2004)

De tal manera que, la competencia entre los productos financieros del mercado y la composición de la riqueza familiar influyen en el desarrollo de la industria de IIC, especialmente en España.

En efecto, los factores culturales juegan un papel destacado en la composición de la riqueza tanto financiera como no financiera de los hogares españoles. La importancia de adquirir una vivienda en España se refleja en la elevada proporción de hogares que es propietario de una vivienda. El sesgo cultural existente hacia la tenencia de una vivienda en España no está reñido con la racionalidad económica, puesto que a diferencia de otras economías europeas, la rentabilidad bruta de los bienes inmuebles en España ha venido superando la que obtienen los activos de renta fija y variable durante los últimos veinte años. La reciente caída de los precios de las viviendas puede hacer que la inversión en activos inmobiliarios parezca menos atractiva, sin embargo, sus precios deberían recuperar sus niveles positivos a largo plazo y, por lo tanto, es esperable que la composición de la riqueza familiar no varíe en exceso (Pina, 2011). En consecuencia, la existencia de una mayor propensión a la compra de vivienda en España con relación a otros países europeos justifica que la inversión en vivienda de los hogares españoles sea la más relevante de sus inversiones de los últimos años (Fundación Inverco, 2010).

No obstante, García Coto y Calvo (2011) indican que una proporción tan elevada de inmuebles sobre los activos totales de los hogares españoles evidencia un elevado riesgo por concentración: *por cada euro que invierten en activos financieros, tienen más de tres en activos reales*[326]. El objetivo, por tanto, debería ser conseguir un balance más equilibrado

[326] En el extremo opuesto se sitúa, según los datos del año 2012 publicados por la Agencia Tributaria, el patrimonio de los españoles (personas físicas) invertido en el extranjero (90,9 miles de millones de euros), donde

entre activos reales y financieros en sus carteras de ahorro para conseguir suavizar los impactos de los cambios de ciclo económico sobre el crecimiento (Garrido y Alonso, 2011). Así, un papel cada vez mayor de la industria de IIC en las decisiones de inversión de los hogares resultará fundamental para tal finalidad.

Como hemos comentado a lo largo de la Tesis, el desarrollo de la Industria está muy condicionada por el comportamiento financiero de los hogares, debido a que representan alrededor de 4/5 partes de su peso directo en el conjunto de los agentes económicos. Adicionalmente, este papel queda reforzado cuando consideramos a las compañías aseguradoras y fondos de pensiones, puesto que sus activos procedentes de los agentes económicos, especialmente de los hogares, son canalizados parcialmente a través de IIC.

Desde la entrada del *Euro*, en los hogares europeos, al igual que en los españoles, los activos financieros distribuyen su crecimiento fundamentalmente entre depósitos, y seguros y planes de pensiones. Las principales diferencias en media del periodo 1999/2013 radican en el peso relativo de los depósitos de los hogares españoles, que superan en ocho puntos a los europeos (33,3% vs 41,4% respectivamente), y en la menor relevancia que los seguros y fondos de pensiones tienen en los hogares españoles con respecto a los europeos (28,1% vs 15,2% respectivamente). En cambio, los activos financieros de inversión (renta fija, acciones y fondos de inversión) minoran su presencia en 12 puntos en el conjunto de activos financieros de los hogares tanto europeos como españoles, según detalla el cuadro nº 117:

Cuadro nº 117

Riqueza financiera hogares	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media 1999/2013
Eurozona																
Dep[327]	30,4	29,9	31,1	32,9	32,5	32,2	31,4	31,0	31,7	35,7	35,3	35,0	36,1	35,5	34,9	33,3
Activ. Fin. Inver.[328]	42,7	42,4	40,4	37,3	37,3	37,3	37,6	38,3	37,1	32,5	32,0	31,2	29,3	29,9	30,7	35,2
Rta fija	8,0	8,4	9,1	9,6	8,8	8,9	8,1	7,9	7,9	8,8	8,2	7,6	7,6	7,1	6,0	8,0
Acc[329]	23,3	22,8	20,3	17,4	18,1	18,5	19,4	20,6	20,0	16,5	16,4	16,2	15,0	15,9	17,5	18,6
Acc cotiz	9,2	8,7	6,6	4,3	4,9	5,0	5,3	5,6	5,3	3,1	4,0	4,1	3,6	3,8	4,3	5,0
Acc no cotiz	14,2	14,1	13,7	13,1	13,2	13,5	14,2	15,0	14,7	13,4	12,4	12,1	11,4	12,1	13,1	13,3
FI[330]	11,4	11,3	10,9	10,3	10,4	10,0	10,1	9,8	9,2	7,2	7,5	7,4	6,6	6,9	7,2	9,1
Seg y PPens[331]	22,5	23,6	24,9	25,9	26,4	26,8	27,4	27,5	28,0	28,8	29,7	30,6	31,4	31,5	31,5	28,1
Otros[332]	4,4	4,2	3,7	3,9	3,8	3,6	3,5	3,3	3,2	3,0	3,0	3,2	3,3	3,2	2,9	3,4
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

la presencia de sus activos no financieros es minoritaria (sólo el 10,1% del total). Asimismo, su riqueza financiera se distribuye principalmente en valores (57,5%), seguidos a gran distancia por IIC (21,1%) y depósitos (18,4%); la presencia de seguros es reducida (3%), y la de planes de pensiones nula.

[327] Incluye depósitos de pago (cuentas corrientes, libretas u otros depósitos que puedan ser utilizados para realizar pagos mediante tarjetas o cheques, y depósitos de no pago (cuentas o depósitos a plazo, a la vista o de ahorro que no puedan ser utilizados para realizar pagos mediante tarjetas o cheques).

[328] Activos financieros de inversión: valores de renta fija, acciones cotizadas y no cotizadas y fondos de inversión.

[329] Incluye acciones cotizadas en bolsa, acciones no cotizadas en bolsa y otras formas de participación en sociedades (denominadas acciones no cotizadas). La inversión en acciones no cotizadas excluye las participaciones en negocios de los trabajadores por cuenta propia.

[330] Incluye fondos y sociedades de inversión domiciliados comercializados a clientes residentes.

[331] Incluye *unit linked* (segurfondos), seguros de inversión y mixtos, y planes pensiones, pero no incluye los derechos a las pensiones de la seguridad social.

[332] Incluye préstamos, oro y derechos especiales de giro, otras cuentas a cobrar, y derivados financieros (opciones, futuros, *swaps*,…).

Riqueza financiera hogares	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media 1999/2013
España																
Dep[327]	35,9	39,0	39,4	41,4	38,3	37,5	36,1	35,3	37,3	46,2	46,6	47,8	47,5	47,2	45,4	41,4
Activ. Fin. Inver.[328]	48,7	43,1	42,4	38,9	43,0	44,1	45,9	47,6	45,4	34,9	34,6	32,9	33,4	33,7	36,5	40,3
Rta fija	2,3	2,4	2,1	2,5	2,9	2,0	2,0	2,6	2,5	2,1	2,3	2,8	4,6	4,2	2,4	2,6
Acc[329]	29,1	26,5	26,9	24,0	27,5	29,0	30,9	33,2	32,0	23,9	23,5	22,5	21,8	22,8	24,6	26,5
Acc cotiz	9,9	10,4	8,9	6,5	7,0	6,9	6,8	7,7	7,2	4,9	6,1	5,3	5,2	6,6	8,3	7,2
Acc no cotiz	19,2	16,1	18,1	17,5	20,5	22,0	24,1	25,5	24,7	19,0	17,4	17,2	16,6	16,2	16,3	19,3
FI[330]	17,2	14,2	13,3	12,4	12,7	13,1	13,0	11,8	11,0	9,0	8,8	7,6	7,0	6,7	9,5	11,2
Seg y PPens[331]	12,4	14,4	15,1	16,2	15,5	15,2	14,8	13,9	14,0	15,7	16,2	16,2	15,9	16,2	16,0	15,2
Otros[332]	3,0	3,5	3,1	3,4	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,1	2,6	3,2	3,2	2,9	2,2	3,1
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Datos en porcentaje (%). Fuente: Eurostat (15.05.2015).

Según la CNMV (2013) la comparación de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF)[333] y la Encuesta de las Finanzas y Consumo de los Hogares del Eurosistema (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS)[334], resulta de especial interés en el ámbito de los mercados de valores debido a que ambas ofrecen información sobre la composición de los activos financieros de los hogares, incluidos los productos de inversión básicos (renta fija, acciones y fondos de inversión).

La EFF de 2011 indica que los activos financieros de mayor peso entre los hogares eran por este orden, las cuentas bancarias no utilizables para realizar pagos, los planes de pensiones y seguros de vida, y las cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos. Las primeras suponían el 22,6% del valor total de los activos financieros, sustancialmente por debajo del máximo alcanzado en la EFF de 2008 (26,4%). Los segundos representaban el 18,4% del total, porcentaje muy similar al de ediciones anteriores. En cuanto a las cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos, su peso entre los activos totales era del 17,7%, lejos del máximo observado en la EFF de 2005 (26,6%). La principal diferencia con las estimaciones de la HFCS respecto a estos activos financieros se produce en los planes de pensiones y seguros de vida, cuyo peso relativo medio era del 26,3% en los hogares de los 15 países de la Eurozona participantes en dicha encuesta. Este porcentaje variaba de manera notable, con máximos cercanos al 50% en Holanda o Francia y mínimos por debajo del 10% en Grecia e Italia (CNMV, 2013).

La preferencia por los depósitos de los hogares en España contrasta con su menor protagonismo en la Eurozona. Las decisiones de los hogares están influidas principalmente por su cultura financiera, como hemos comentado anteriormente, y por las características de los depósitos como son la rentabilidad prefijada de antemano, la elevada liquidez de la inversión sin penalización por disponer anticipadamente, el plazo de contratación,

[333] La EFF eleborada por el Banco de España ofrece información conjunta sobre las rentas, los activos, las deudas y el gasto de las unidades familiares. Las cuatro oleadas que están disponibles corresponden a los años 2002, 2005, 2008 y 2011 y cubren un periodo de gran interés para el análisis del comportamiento de los hogares, con una fase expansiva de la economía y otra recesiva. El carácter longitudinal de parte de la muestra, esto es, la inclusión de hogares entrevistados en ediciones anteriores, refuerza su interés (CNMV, 2013).

[334] El BCE ha impulsado la realización de una encuesta similar a la EFF en la zona del euro, Esta encuesta cuenta, de momento, con una sola edición, que proporciona información armonizada de los hogares de 15 países europeos, lo que permite realizar una compararación de sus resultados. En la mayoría de casos, los datos de esta primera oleada se obtuvieron en el año 2010. Los países participantes son Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Italia, Luxemburgo, Malta y Portugal.

habitualmente de un año, o la cobertura del fondo de garantía de depósitos, con lo que no es complicado entender la composición del patrimonio financiero de los hogares españoles (Bernal y Míguez, 2014).

En este sentido, los hogares españoles no se preocupan de su inversión hasta el vencimiento, la cual renuevan con posterioridad, no piensan en horizontes temporales no determinados, asumen un riesgo de reinversión sin percibirlo como cierto aún cuando la caída de tipos de interés sea prolongada en el tiempo, y no experimentan la incertidumbre de los mercados financieros.

En efecto, los depósitos han sido hasta la fecha tradicionalmente la preferencia de los hogares españoles Así, en los años ochenta y la primera mitad de los noventa suponen en torno al 60% de sus activos financieros, aunque desde entonces minoran su peso hasta alcanzar alrededor del 40% por el aumento de la oferta de productos de ahorro que comercializan las entidades financieras (Rubio y Cuesta, 2011).

La flexibilización de la regulación financiera y los avances en las tecnologías de la información conducen a la integración de los mercados financieros, impulsan la innovación financiera y estimulan la competencia (Maza y Sanchís, 2003). Estos factores sumados al aumento de la riqueza, las reformas fiscales, la introducción del *Euro*, las privatizaciones y salidas a bolsa tienen su influencia en las decisiones de inversión financiera de los hogares (García-Vaquero y Nieto, 2010). En esta misma linea, la mejora del nivel de vida y el aumento de la cultura financiera podría llegar a suponer un aumento de la demanda de productos financieros más sofisticados con la finalidad de alcanzar una mayor rentabilidad (Pulido y López, 2004).

Sin embargo, el peso de los activos financieros de inversión de los hogares en el valor total de sus activos financieros, especialmente valores de renta fija, acciones cotizadas y fondos de inversión, es aún muy reducido en España y en los países participantes en la HFCS.

Asimismo, destaca muy negativamente la evolución del peso de los fondos de inversión de los hogares españoles sobre el valor total de sus activos financieros, a pesar de que han recuperado +2,8 puntos en 2013, dado que acumulan un descenso de -7,7 puntos entre 1999/2013. En cambio, en los hogares de la Eurozona, también evidente (-4,2 puntos), no es tan intenso como en España, según hemos observado anteriormente en el cuadro nº 117[335].

En esta misma línea, la EFF de 2011 refleja un peso relativo reducido de los fondos de inversión en la cartera de activos financieros de los hogares españoles (5,4%) desde el máximo (13,2%) que alcanzaron en la EFF de 2005. Este porcentaje se ha mantenido relativamente estable desde la EFF de 2008, concretamente alrededor del 5,6%, pero la cantidad invertida ha experimentado un descenso del valor mediano cercano al 40%, situándose en 2011 en 10.000 euros. En comparación con la HFCS, los resultados de la encuesta española contrastan especialmente con los estimados para países como Finlandia u Holanda, con una participación del 27,7% y del 17,7%, respectivamente. Las medianas de inversión en estos países también eran menores (2.600 y 7.100 euros, respectivamente). En Italia, donde la tasa de participación es similar a la de España (6,3%), su inversión mediana, sin embargo, es el doble (CNMV, 2013).

[335] Cuadro nº 117 (págs. 271 y 272 de la presente Tesis)

Hace dos décadas, Lassala (1996) indicaba que los fondos de inversión monetarios competían, al igual que lo hacen actualmente, con los depósitos a plazo. De tal manera, el descenso en la remuneración de éstos últimos motivada por el descenso del precio oficial del dinero invita a los ahorradores más tradicionales a la búsqueda de alternativas de inversión más rentables, circunstancia que influye de forma positiva en la captación de recursos por parte de la industria de fondos de inversión, aunque esta tendencia bajista en los tipos de interés también afecta a los fondos monetarios, al moderarse de igual modo, su rentabilidad media, con lo que este atractivo disminuye y su crecimiento se ralentiza en favor de los fondos de renta variable.

De este modo, el volumen de activos gestionado por la industria de fondos de inversión procede en buena parte de la liquidación de otros activos financieros como, por ejemplo, cuentas corrientes, depósitos bancarios o letras de tesoro (Martínez, 2001) con lo que el peso de los depósitos en el conjunto de los activos financieros se redujo por esta mayor participación de la inversión colectiva en la actividad bancaria (Rodríguez, 2000).

Deepthi, Klapper, Sulla y Vittas (2003) consideran que la demanda de fondos de renta variable es probable que se vea afectada negativamente cuando los depósitos bancarios ofrezcen tipos de interés altos, pues los inversores obtienen rentabilidades elevadas con instrumentos financieros de poca volatilidad. En cambio, se produce el efecto contrario cuando su rentabilidad es muy superior a la de los tipos de interés y su volatilidad no es particularmente alta.

Los tipos de interés reducidos contribuyen a minorar el peso de los depósitos de los hogares en busca de mayores rentabilidades mediante otros instrumentos financieros con mayor riesgo. En efecto, el aumento de la renta y la riqueza de los hogares afecta a sus decisiones de inversión, como hemos comentado anteriormente, al aumentar su disposición a la asunción de mayores niveles de riesgo en sus inversiones (Maza y Sanchís, 2003).

El crecimiento del volumen de activos en la industria de fondos de inversión, y muy especialmente de los fondos que tienen una filosofía de inversión más arriesgada, se potencia cuando los depósitos ofrecen rentabilidades bajas fruto de la reducción de los tipos de interés (López Suárez y Novoa, 2007).

Sin embargo, en los momentos de crisis, los hogares aprecian especialmente la certidumbre en la rentabilidad y garantía del capital que ofrecen los depósitos (Rubio y Cuesta, 2011). En efecto, la crisis financiera internacional, iniciada en verano de 2007, trastoca el funcionamiento de los mercados financieros y sus precios, afecta a la política de comercialización de las entidades bancarias y al comportamiento financiero de los agentes económicos en general, y de los hogares en particular. Esta situación conduce inexorablemente a la recomposición de su cartera inversora (García-Vaquero y Nieto, 2010), y fruto de ello, la desconfianza que provoca la crisis financiera genera el trasvase hacia activos menos arriesgados y volátiles como depósitos de otros activos cuyos rendimientos suelen estar más sujetos al vaivén de los mercados financieros, principalmente, fondos de inversión y acciones cotizadas y, en menor medida, planes de pensiones. Este movimiento se conoce como *flight to safety* (Nieto, 2012).

Un estudio del Observatorio Inverco (2010) sobre el comportamiento de los partícipes en fondos de inversión ante escenarios de incertidumbre confirma que factores como la volatilidad y el contexto de incertidumbre inducen a la toma de decisiones precipitadas,

provocando pérdidas de rentabilidad en las inversiones. Así, el *sentimiento de mercado* pudo provocar que cerca de 235.000 partícipes salieran de fondos de renta variable española y mixtos de renta variable desde 2007, perdiéndose las subidas del IBEX de hasta el 53% en 2009 (periodo marzo-diciembre), con lo que el Observatorio considera que factores externos al propio mercado no deberían tener tanta influencia en la toma de decisiones, y para ello, aboga por una mayor utilización de los traspasos por parte de los inversores, la gestión profesional y la necesidad de tener una visión a largo plazo para optimizar las inversiones: los mercados van por delante de las decisiones de los inversores, que suelen llegar con *retraso*.

La evolución positiva de los depósitos con relación a otros activos financieros, especialmente a partir del año 2007, se refuerza con la protección que la Unión Europea, mediante sus Estados miembros, otorga a los depositantes en entidades de crédito. El sistema de garantía interviene cuando una entidad de crédito atraviesa problemas financieros para satisfacer las reclamaciones debidamente comprobadas de los depositantes desde la fecha en la que las autoridades competentes determinen que la entidad de crédito de que se trate se encuentra en la imposibilidad de restituir a sus titulares los depósitos que solicitan. La garantía de depósitos es un elemento esencial para generar confianza a los ahorradores y dotar de estabilidad al sistema financiero por la propia solidaridad que establecen todas las entidades de crédito entre sí.

La Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 1994 relativa a los sistemas de garantía de depósitos, permite a los ahorradores beneficiarse de una cobertura básica de sus depósitos e impone a todos las entidades de crédito europeas la adhesión a un sistema de garantía de depósitos. El nivel mínimo de cobertura asciende a 20.000 euros, aunque se permite a los Estados miembros la opción de aumentar esta cuantía. Asimismo, se establece un plazo de pago de tres meses, ampliable por un máximo de seis meses en circunstancias excepcionales y para casos concretos. No obstante, en el caso en que el proceso de pago se active por determinación de las autoridades competentes, el plazo de decisión se limita a 21 días.

Posteriormente, la Directiva 2009/14/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de marzo de 2009, que modifica la Directiva 94/19/CE relativa a los sistemas de garantía de depósitos. Esta directiva eleva la cobertura mínima a 50.000 euros para todos los Estados miembros de la Unión Europea y establece que debe fijarse en 100.000 euros como fecha tope el 31 de diciembre de 2010. Asimismo, reduce el plazo de pago a 20 días hábiles, aunque es ampliable en 10 días hábiles adicionales en circunstancias excepcionales y previa aprobación de las autoridades competentes. No obstante, en los casos en que se active el proceso de pago por determinación de las autoridades competentes, se reduce su plazo a cinco días hábiles. También introduce reformas en la regulación de los sistemas de garantía de depósitos europeos como el fomento de la cooperación, el incremento de las obligaciones de información de las entidades de crédito a los depositantes sobre la cobertura de los depósitos, el aumento del nivel de cobertura de los depósitos o la obligatoriedad de los fondos de garantía de llevar a cabo pruebas de esfuerzo para evaluar su capacidad para hacer frente a la posible crisis de una entidad de crédito.

En España, el Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, aumenta la cobertura que requiere la Directiva 2009/14/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009. Y el Real Decreto 628/2010, de 14 de mayo, mantiene el nivel de protección en 100.000 euros para las situaciones que pudiesen desencadenarse en el futuro.

Toda esta regulación responde a la necesidad de infundir confianza en el sistema financiero en un contexto de crisis financiera internacional. Sin embargo, de la existencia de múltiples sistemas nacionales de garantía de depósitos en la Unión Europea ha supuesto también tensiones transfronterizas en la gestión de los reembolsos. De este modo, la única solución eficaz, fiable y sostenible es alcanzar una plena armonización, lo que implica la creación de un sistema único de seguro de depósitos europeo. Con la plena armonización, desaparecerían al instante muchos de los problemas que plantea la diversidad de sistemas nacionales de seguro de depósito existentes (Lannoo y Gerhardt, 2011). No obstante, en la crisis financiera que soporta Chipre en el año 2013 se aplica la cobertura de garantía de depósitos establecida para los Estados miembros de la Unión Europea.

En este contexto, el incremento de la canalización del ahorro hacia los depósitos se debe también al respaldo de los mismos a través del sistema de garantía de depósitos, y al ofrecimiento de depósitos a tipos de interés superiores al establecido por el BCE fruto de las necesidades de financiación de las entidades de crédito (Ferruz, Gómez y López, 2012).

Junto con los depósitos, otro activo financiero relevante en el conjunto de los activos financieros de los hogares son los planes de pensiones, según se ha indicado anteriormente. La mayor parte de los países desarrollados impulsan los productos de ahorro-previsión normalmente a través de un tratamiento fiscal de los mismos realmente favorable en la medida que complementan los sistemas públicos de previsión social (García Vaquero, 2010).

Martínez-Aldama (2014) considera que debe impulsarse el ahorro a largo plazo, puesto que si algo ha demostrado esta larga crisis financiero-económica es que los países con altas tasa de ahorro doméstico (Bélgica, Italia o Japón), a pesar de sus elevados volúmenes de endeudamiento, son menos vulnerables que otros países como España. Además, en un momento en el que el envejecimiento de la población está llevando a ajustar los parámetros para el cálculo de la pensión futura en todos los países desarrollados, es más importante que nunca un impulso financiero-fiscal para los planes de pensiones o instrumentos análogos, especialmente en el sistema de empleo, siguiendo el modelo inglés de obligar a las empresas a constituir un plan de pensiones para sus trabajadores, salvo renuncia de éstos.

De tal modo, los planes de pensiones, además de ser la solución a los problemas de financiación del sistema público de pensiones, pueden asumir un mayor nivel de riesgo que los fondos de inversión por conformarse como inversión de largo plazo (Lassala, 1996).

El sistema público de pensiones español es el principal sustento de la población, muy superior a la media europea, con lo que el incentivo al ahorro privado ha sido tradicionalmente escaso, muy especialmente entre la población de capacidad económica media y baja, de ahí que el sistema privado de pensiones haya sido tildado como un instrumento casi exclusivamente de ricos auspiciado por el incentivo de las deducciones fiscales (Fernández García, 2011), con lo que los planes de pensiones en los hogares españoles muestran entre el conjunto de activos financieros un peso relativo menor que el resto de las principales economías de la Eurozona.

Es evidente, por tanto, que la industria de fondos de pensiones en España tiene la obligación de consolidarse en mayor medida y hacerse un mayor hueco no sólo en las familias, sino también en el tejido industrial, porque las pensiones públicas futuras serán menos generosas que las presentes (García Coto y Calvo, 2011).

Junto a las pensiones privadas, las compañías aseguradoras también disponen de productos adaptados al ahorro de los hogares con los que afrontar adecuadamente el envejecimiento y la dependencia. Existe un amplio abanico de productos como planes de previsión asegurados (PPA), planes individuales de ahorro sistemático (PIAS), seguros de hipoteca inversa o seguros de dependencia, entre otros; sin embargo, su aceptación todavía sigue siendo escasa por sensible que sea el riesgo que cubren (Pescador, 2011).

Actualmente el gradual envejecimiento de la población actual hace que el riesgo de dependencia aumente, por lo que se prevé que ésta se acelere a partir de 2025 o 2030, tiempo más que suficiente para que los contratos de seguros que cubren este tipo de riesgos maduren (Davidoff, 2011).

En cuanto a la presencia de las acciones en el conjunto de activos financieros de los hogares de la Eurozona, se ha reducido (-5,9%) durante el periodo 1999/2013, siendo su tendencia opuesta a la que muestran los depósitos (+4,5%), y especialmente los seguros y planes de pensiones (+9,0%). En España, esta tendencia es similar a la Eurozona, pues desciende el peso de las acciones (-4,5%), y aumenta el de los depósitos (+9,5%), aunque lo hacen, a diferencia de los hogares europeos, en mayor medida que los seguros y planes de pensiones (+3,6%), según hemos observado anteriormente en el cuadro nº 117[336].

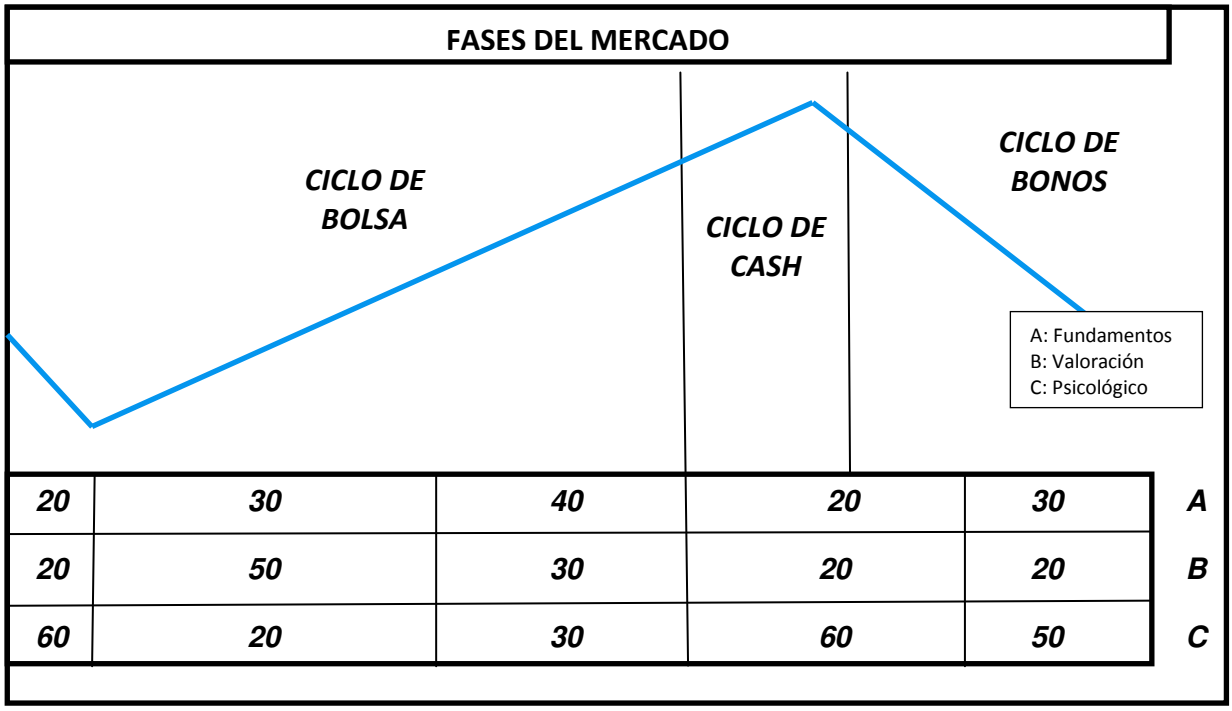
En el caso de las acciones cotizadas en bolsa, su importancia dentro de los activos financieros de los hogares españoles se ha mantenido relativamente estable en las EFF de 2008 y 2011, y ha supuesto en torno al 9% del total. Este porcentaje era ligeramente superior a la media de los países que participan en la HFCS (7,9%), aunque el importe mediano era similar (en torno a 7.000 euros); y con respecto a las tasas de participación, alrededor de un 11% de los hogares españoles poseía acciones cotizadas, por debajo de países como Finlandia, Francia o Bélgica, donde los porcentajes oscilaban entre el 14,7% y el 22,2%, pero por encima de países como Grecia, Italia o Portugal, que se situaban entre el 2,7% y el 4,6%. El peso en la cartera financiera, la tasa de la participación y la cantidad invertida aumentan sustancialmente con el nivel de riqueza de los hogares (CNMV, 2013).

Las tasas de inflación y tipos de interés tienden a seguir ciclos similares y opuestos con respecto a los mercados de renta variable. Sin embargo, un aspecto fundamental de los mercados financieros es que se mueven por expectativas y constituyen una especie de barómetro de la economía: el comportamiento bursátil se adelanta o se anticipa a los acontecimientos económicos *descontando* (en el argot bursátil) dichas expectativas futuras.

De ahí que, en numerosas ocasiones, exista una aparente contradicción entre los datos fundamentales o noticias empresariales y su evolución bursátil. De hecho, aparecen publicados datos positivos de las empresas sin que tengan efectos beneficiosos en su cotización, y viceversa, con lo que en una decisión financiera, que tiene elementos de información sobre las alternativas disponibles, el componente emocional acaba determinando la pauta en el contexto racionalmente analizado, siendo particularmente relevante en contextos inciertos donde el grado de incertidumbre de la información hace que no exista un ganador racional en las alternativas existentes con lo que las emociones son un factor que contribuye a ejecutar la decisión y a mantenerla en el tiempo.

[336] Cuadro nº 117 (págs. 271 y 272 de la presente Tesis).

Gráfico nº 40



20	30	40	20	30	A
20	50	30	20	20	B
60	20	30	60	50	C

Fuente: Invercaixa Gestión

El gráfico nº 40 muestra el ciclo de cotización de los activos en los mercados y el peso relativo que sus tres factores básicos (fundamentales, valoración y psicológico) tienen para determinar su valor de mercado. En una fase de mercado bursátil bajista, por ejemplo, alrededor del 30% del precio es explicado por fundamentales económicos, un 20% por la valoración de los activos y un 50% por la psicología de mercado.

Más aún Taleb (2007) considera que la angustia e infelicidad del inversor es mayor a medida que se fija con más asiduidad el comportamiento de su cartera de inversión, con lo que debería dar tiempo a que las decisiones de inversión surtan sus efectos, lo que riñe muchas veces con el cortoplacismo exigido en los resultados de la gestión.

A pesar de ello, la renta variable representa un canal de asignación de recursos para el sector empresarial y supone una fuente de diversificación adicional para el ahorrador. A medida que las familias canalizan sus ahorros en acciones, su papel en la regeneración de la crisis será aún más influyente porque atemperan la restricción de crédito sufrido por las compañías, en especial las de menor tamaño, y contribuyen de este modo también a recapitalizar el sector financiero (García Coto y Calvo, 2011).

La inversión en acciones constituye una palanca decisiva para el crecimiento y la generación de valor al tejido productivo, dinamiza la inversión y el gasto, y engrasa el correcto funcionamiento de los mercados financieros y los mecanismos de financiación (Garrido y Alonso, 2011).

Las empresas y el sector bancario, por lo tanto, pueden encontrar un aliado en los mercados de renta variable bursátiles como forma de obtener financiación, aunque para que los hogares participen activamente en el proceso resulta muy necesaria la transparencia, la

seguridad, la liquidez y la protección de los mercados, así como la participación de todos los implicados: familias, mercados, intermediarios y reguladores (Ferruz, Gómez y López, 2012).

En cuanto a los valores de renta fija, su presencia se triplica en media en los hogares europeos con relación a los españoles (8,0% vs 2,6%) entre 1999/2013, aunque si bien desciende (-2 puntos) desde la entrada del *Euro* hasta finales de 2013, a diferencia de los españoles en que se mantiene, según hemos observado anteriormente en el cuadro nº 117[337].

La inversión de los hogares en valores de renta fija ha sido tradicionalmente muy reducida. La EFF de 2011 estimaba una participación del 1,5%. En cambio, esta cifra era superior al 5% para el conjunto de países que participan en la HCFS y superaba el 10% en países como Italia o Malta. Las cantidades medianas invertidas por parte de los hogares españoles eran similares a la mediana de la HCFS, situándose en torno a los 20.000 euros (CNMV, 2013).

La renta fija puede ser también un cauce de financiación adicional, sobre todo, como sustitutivo del crédito bancario, pero debe salvar obstáculos para aumentar su cuota de mercado como desterrar la idea de que la deuda está exenta de riesgos, fomentar una mayor cultura financiera y promover el uso de plataformas de negociación, lo que mejorará la transparencia y la protección del inversor (Alcántara, 2011).

Por tanto, los activos financieros de inversión, muy especialmente los fondos de inversión, deberían asumir protagonismo muy superior entre los activos financieros de los hogares europeos en la línea marcada por Estados Unidos. Como hemos comentando a lo largo de la Tesis, el peso relativo de la renta fija, las acciones cotizadas y los fondos de inversión a finales de 2013 era sólo del 21% entre sus activos financieros (si excluimos acciones no cotizadas y otro tipo de activos financieros del total) frente al 50,5% de los hogares estadounidenses. En España esta distancia es aún más amplia, porque el peso relativo de la renta fija, las acciones cotizadas y los fondos de inversión es menor.

Cabe destacar, a modo de resumen, en primer lugar, el alto porcentaje de hogares españoles con un nivel de renta por debajo de la mediana que están en posesión de una vivienda en propiedad en comparación con el resto de los países participantes en la HCFS, lo que posiblemente lastra sus posibilidades de invertir en otro tipo de activos de manera importante, situación que se traduce, a su vez, en tasas elevadas de endeudamiento; en segundo lugar, la participación de los hogares españoles en los mercados de renta variable a través de la compra directa de acciones cotizadas es similar a muchos países de la Eurozona, no así en valores de renta fija, cuya posesión es muy inferior. Y en última instancia, su participación en fondos de inversión, inferior a la estimada en otros países europeos: la EFF refleja un acusado descenso desde mediados de la década anterior (CNMV, 2013).

En este sentido, de acuerdo a la V Encuesta de fondos de inversión del Observatorio Inverco (2015), las sociedades gestoras encuestadas consideran que la menor rentabilidad actual de los depósitos y la mejora en la percepción económica de los inversores españoles sitúan, en primer lugar, la inversión directa en bolsa y en renta fija, y en segundo, los inmuebles, que desbancan a los planes de pensiones, como los principales competidores de la industria de fondos de inversión, siendo los depósitos la última opción que consideran.

[337] Cuadro nº 117 (págs. 271 y 272 de la presente Tesis).

Bloque III: Estudio empírico

1) Objeto de la investigación

La investigación que se presenta en este bloque de la Tesis estudia el comportamiento financiero de los hogares así como su satisfacción global como inversores en fondos de inversión con el objeto de identificar aspectos y/o pautas de funcionamiento que puedan ser tenidos en consideración por sociedades gestoras y entidades comercializadoras para mejorar su cuota de mercado.

Para ello, resulta fundamental identificar las características socioeconómicas de los hogares con mayor influencia en la industria de fondos de inversión, de tal manera que este colectivo supone el foco principal de nuestra investigación. Esta visión permitirá el futuro desarrollo de nuevas líneas de investigación sobre la temática analizada.

1.1) Comportamiento financiero

El comportamiento financiero del segmento poblacional de nuestro interés se estudia desde su comportamiento ahorrador, su conocimiento financiero y su perfil inversor, los tres, aspectos relevantes en el desarrollo de la industria de fondos de inversión, como hemos comentado anteriormente a lo largo de la Tesis.

1.2) Satisfacción global

Con respecto a la satisfacción global, un concepto que, a diferencia de los anteriores, no ha sido estudiado hasta el momento en la Tesis, conviene puntualizar tres ideas básicas:

La primera de ellas es que la satisfacción del cliente es clave para asegurar su lealtad a la entidad y, al mismo tiempo, para generar una relación rentable a largo plazo (Jones y Sasser, 1995). La fidelización del cliente es consecuencia directa de su satisfacción, con lo que las organizaciones que consiguen fidelizar clientes se benefician de la comunicación *boca-oreja*, fortalecen sus relaciones comerciales, aumentan sus ingresos, y mejoran sus resultados (Heskett et al., 1994), y los beneficios económicos que generan la lealtad de los clientes explican en gran medida las diferencias de rentabilidad entre competidores (Reichheld, 1993). Aunque la evidencia empírica no respalda totalmente esta primera idea, ya que también existen clientes satisfechos no leales que se cambian fácilmente a la competencia por la ausencia de un sentimiento de pertenencia (Jacoby y Jaccard, 1981), podemos concluir que los clientes satisfechos con la entidad es muy probable que sean leales y continúen su relación con la misma (Valdunciel, Flórez y Miguel-Dávila, 2007).

La segunda es que en las industrias de servicios, los empleados juegan un papel clave en la prestación del servicio (Albrecht y Zemke, 1985; Schneider y Bowen, 1995; Johnson, 1996). Existe una relación positiva entre la satisfacción del empleado y del cliente (Parasuraman, Zeithaml y Berry, 1990; Schlessinger y Zornitsky, 1991; y Rucci, Kirn y

Quinn, 1998), lo que indica que el mantenimiento de empleados satisfechos, sumado a su conocimiento y experiencia profesional, conduce a un mejor servicio (Reichheld, 1993). Según sostienen Roth y Jackson (1995), el compromiso del servicio al cliente depende de que el personal contratado sea el adecuado y de que una buena prestación del servicio sea recompensada. Hallowell, Schlessinger y Zornitsky (1996) observan que mientras la satisfacción en el trabajo no tiene porqué conducir directamente a la satisfacción del cliente, las empresas de servicios difícilmente lograr satisfacerle sin que lo estén sus empleados, sería, por tanto, una condición necesaria pero no suficiente.

Finalmente, la satisfacción del cliente es la evaluación que realiza él mismo del producto o servicio, y es positiva si responde a sus necesidades y expectativas, y negativa cuando no sea así, con lo que, lógicamente, quedaría insatisfecho (Zeithaml y Bitner, 1999).

Así, el cliente valora tres elementos a la hora de determinar su satisfacción global: su percepción de la calidad del servicio, su percepción de la calidad del producto, y el precio. La clave del éxito consiste en basar la relación con el cliente en servirle (atender sus necesidades), pero no en venderle (Alfaro, 2004).

1.2.1) Calidad del servicio

"*La calidad del servicio es una posición racional de búsqueda de una rentabilidad más estable a largo plazo para la empresa de servicios*" (ISMI, 2001)[338].

La literatura económica ha estudiado esta cuestión con especial intensidad durante las últimas décadas. Así, Levesque y McDougall (1996), Bloemer, De Ruyter y Peeters (1998), Zeithaml, Bitner y Gremler (1999), Lassar, Manolis y Windsor (2000), Jamal y Naser (2002) y Zhou (2004) consideran que la influencia de la calidad del servicio en la satisfacción del cliente es fundamental. En esta línea, otros autores (Cronin y Taylor, 1992; Anderson y Sullivan, 1993; Heskett et al., 1994; Anderson, Fornell y Lehmann, 1994; Taylor y Baker, 1994; Goode, Moutinho y Chien, 1996; Leunissen, Prevo y Roest, 1996; Lloréns, 1996; Bigné, Moliner, Vallet y Sánchez, 1997; Yavas, Bilgin y Shemwell, 1997; Wang, Lo y Hui, 2003; Arasli, Mehtap-Smadi y Katircioglu, 2005) afirman que la calidad del servicio es el antecedente de la satisfacción del cliente. Como veremos más adelante, nuestros resultados confirman estos trabajos.

De tal modo, la calidad es un valor añadido que el cliente debe percibir en el servicio recibido (Lloréns, 1999), y para ello, las empresas, especialmente las que prestan servicios, deben tener la capacidad para evaluar la calidad del servicio, a pesar de ser su evaluación difícil, subjetiva, intangible y sólo realizable por el cliente (Santesmases, 1994; Castelló, 1996; Román y Traverso, 1997; Llorens y Ruiz, 2004). Esto es así porque no existen parámetros de medición de la calidad universalmente aceptados en el sector servicios, por ejemplo, el tiempo que debe esperar un cliente en una fila,…, mientras que los sectores que operan con bienes tangibles suelen tener normas estándares que permiten definir un producto que satisface una serie de requerimientos, por ejemplo, resistencia, componentes, nivel de impureza, flexibilidad, duración,… (ISMI, 2001).

[338] International Service Marketing Institute (ISMI): A lo largo de la presente Tesis, se empleará el término abreviado ISMI.

Adicionalmente, la calidad del servicio es un determinante potencial de la lealtad del cliente (Fornell, 1992; Oliver, 1999), por lo que todas las organizaciones reconocen la importancia de las relaciones con los clientes y la lealtad de los mismos para su supervivencia (Barroso, 1995). En efecto, Culiberg y Rojsek (2010) afirman que la calidad del servicio es vital para mantener una relación a largo plazo con los clientes. La mejora constante en la calidad del servicio será una condición indispensable para cualquier compañía de servicios que desee sobrevivir o prosperar (Shemenner, 1986). En este sentido, las compañías con una mejor calidad del servicio alcanzan una mayor cuota de mercado (Buzzell y Gale, 1987; Gummesson, 1993), retienen a los clientes más tiempo, reducen sus costes de *marketing*, aplican precios más altos e incrementan en buena medida sus beneficios (Zemke, 1997), por lo que la calidad del servicio impacta de forma positiva en la cuenta de resultados de las compañías (Gummesson, 1993). En definitiva, siguiendo a ISMI (2001), de acuerdo con los resultados sobre el impacto en los beneficios de las estrategias de *marketing* (*Profit Impact of Market Strategy*, PIMS) desarrolladas por el *Strategic Planning Institute* (SPI) durante años de investigación y de constatación práctica de forma continua y realizadas sobre más de tres mil empresas estadounidenses, canadienses y europeas, el mantenimiento de unos altos niveles de calidad en el servicio permite a las empresas aumentar la lealtad de sus clientes, incrementar su participación de mercado, asegurar un flujo creciente de ingresos adicionales, explotar la posibilidad de fijar precios más altos, captar más clientes nuevos como consecuencia de la comunicación *boca-oreja*, ahorrar en gastos de *marketing*, lograr costes operativos más bajos como resultado de las economías de escala y proyectar una mejor imagen y reputación. En definitiva, la calidad del servicio es una clave del éxito de las organizaciones que enfocan su estrategia en la atención personalizada de los clientes (Parasuraman, Zeitham, Berry, 1994).

En este sentido, las entidades del sector bancario han introducido el concepto de calidad del servicio en la mente de sus clientes para buscar su crecimiento (Sharma y Mehta, 2004). Precisamente, conocer la valoración que tienen los clientes sobre la calidad del servicio que prestan es fundamental para mejorarlo, y así, poder conseguir mantener, y al mismo tiempo, ampliar su base de clientes existente (Lenka, Suar y Mohapatra, 2009); por lo tanto, las entidades que presentan una mejor calidad del servicio tienen una ventaja competitiva muy difícil de imitar por sus competidores (Giménez García y Prior, 2003).

Por estas razones, las sociedades gestoras y entidades comercializadoras de fondos de inversión deben fomentar su buen desempeño y lograr altos estándares de calidad en el servicio prestado al inversor para que la Industria pueda desarrollarse y crecer en el futuro.

1.2.2) Calidad del producto

Aunque estamos analizando la calidad de un servicio financiero, diferenciamos la calidad del servicio de la calidad del producto financiero que se comercializa.

En este caso, la calidad del producto, que se centra en los fondos de inversión como producto financiero, se mide a través de tres dimensiones como son la rentabilidad del fondo de inversión (ajustada por riesgo), y la reputación y la solvencia de la sociedad gestora o entidad comercializadora, que han sido identificadas a lo largo de la Tesis como determinantes en el desarrollo de la industria de fondos de inversión.

Podríamos interpretar que la calidad del producto combina rentabilidad y riesgo, más allá del nivel de riesgo de las inversiones concretas del fondo de inversión. Así, incluso si nos referimos a fondos de inversión muy seguros (fondos monetarios a corto plazo, por ejemplo), el riesgo no es idéntico independientemente de la sociedad gestora (aunque inviertan en activos idénticos). Como puso de manifiesto la intervención de BPA y Banco de Madrid (primavera de 2015), los problemas de la sociedad gestora pueden provocar la suspensión de sus fondos y la imposibilidad de que los inversores recuperen sus inversiones inmediatamente. La reputación y la solvencia de la sociedad gestora sería, por lo tanto, una medida del riesgo adicional que se corre invirtiendo en sus fondos en vez de en fondos similares de otras sociedades gestoras.

1.2.3) Precio

En última instancia, otro factor determinante de la satisfacción global con la industria de fondos de inversión es el precio del producto / servicio, entendido como el conjunto de comisiones y gastos (honorarios) que soporta el inversor.

2) Metodología de la investigación

2.1) Fuentes de información

En nuestra investigación se han utilizado dos tipos de fuentes de información distintas, secundarias, que proceden de instituciones y organismos públicos nacionales e internacionales como son *BCE*, *Banco de España*, *OCDE*, *Eurostat*, *Instituto Nacional de Estadística*, *Eustat* e *INVERCO*; y primarias, concretadas en un *cuestionario*[339] que se ha realizado durante 2014.

Y entre las indicadas fuentes, destacan especialmente, por su importancia, la *Encuesta Financiera de las Familias* (EFF), la *Encuesta del Eurosistema sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares* (HFCS). También son muy valorables las aportaciones del *Observatorio Inverco*, y por supuesto, el *cuestionario*, que se ha diseñado específicamente para dar respuesta al objeto de la investigación.

Como hemos detallado anteriormente, la *Encuesta Financiera de las Familias* (EFF) obtiene información detallada sobre la situación patrimonial y financiera de las familias en España, de forma que nos permite relacionar características demográficas, renta, activos reales y financieros, deudas y gasto, y, por lo tanto, nos facilita una fotografía de sus principales características financieras y de la distribución de su riqueza en España.

Información similar se puede extraer de la *Encuesta del Eurosistema sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares* (HFCS) para los hogares de 15 países de la Eurozona[340] de manera armonizada.

En estos últimos años, el Banco de España ha publicado varios artículos (2007, 2010 y 2014) que analizan los cambios en la renta y la riqueza, la posesión de activos reales y financieros, las deudas y el gasto de los hogares españoles con la información de la EFF. Otros autores han empleado esta misma información para estimar el efecto de la riqueza sobre el consumo de los hogares (Bover, 2005), cuantificar el impacto de las restricciones crediticias en la decisión de compra de vivienda (Mayordomo, 2007), describir los cambios en la renta y la riqueza de los hogares (Bover, 2008) o determinar su perfil inversor (Ispierto y Villanueva, 2010). Así, Fernández (2008) encuentra que los hogares priorizan la inversión en activos reales, esencialmente vivienda principal, sobre las decisiones de inversión en activos financieros arriesgados.

[339] Este cuestionario se ha efectuado a través de una aplicación informática *ad hoc*, lo que presenta varias ventajas: la posibilidad de que los encuestados puedan responder un cuestionario largo al poder repartir a su conveniencia los momentos en los que responden; la posibilidad de realizar entrevistas a personas que no serían accesibles por otros medios; el registro de la información se produce en el momento en el que el encuestado responde, con lo que los resultados obtenidos pueden ser analizados con mayor agilidad. Este método también tiene algunas limitaciones, quizá la más relevante sea que no puede ser cumplimentado por personas que no tengan ordenador o acceso a *internet*, aunque este inconveniente no es decisivo para la mayoría de hogares y no es relevante en nuestro caso.

[340] Incluye Alemania (2010), Austria (2010), Bélgica (2010), Chipre (2010), Eslovaquia (2010), Eslovenia (2010), España (2008), Francia (2010), Finlandia (2009), Grecia (2009), Holanda (2009), Italia (2010), Luxemburgo (2010), Malta (2010) y Portugal (2010). No hay datos aún de Estonia, Irlanda, Letonia e Lituania.

2.2) Obtención de la muestra

Con la finalidad de determinar el segmento poblacional de nuestra investigación, el citado trabajo de Ispierto y Villanueva (2010) resulta de gran interés, porque determina el perfil inversor de los hogares españoles que poseen acciones cotizadas en bolsa, acciones no cotizadas y otras formas de participación en sociedades, activos de renta fija, y fondos de inversión y otras IIC con la información de la EFF de los años 2002 y 2005. Para ello, analizan la relación de las principales características socioeconómicas (nivel de renta y riqueza neta, y la edad, la educación y la situación laboral del cabeza de familia) con las decisiones financieras, y concluyen que la riqueza neta es la característica más determinante. Esta relación es más significativa en los activos financieros de inversión[341] que en el resto de activos financieros.

En este sentido, una característica destacable de la EFF en sus cuatro ediciones, es el sobremuestreo de los hogares cuyo nivel de riqueza neta es superior con el objeto de que la muestra sea representativa no sólo del conjunto de la población española, sino también de la riqueza agregada de la economía, para que permita estudiar el comportamiento financiero de los hogares españoles con mayor nivel de riqueza. Con la finalidad de ponderar este sobremuestreo[342], se ajusta la muestra de la EFF de 2011 de manera aleatoria (elaboración propia), siendo los resultados alcanzados similares, según indica el cuadro nº 118:

Cuadro nº 118

Riqueza neta	Media					Mediana				
Todos los hogares										
EFF de 2011	266,9					152,9				
EFF de 2011 ajustada	271,3					152, 4				
Percentil de riqueza neta	**<25**	**25-50**	**50-75**	**75-90**	**90-100**	**<25**	**25-50**	**50-75**	**75-90**	**90-100**
EFF de 2011	13,9	108,8	215,0	391,5	1.231,5	7,5	109,0	210,7	376,8	854,0
EFF de 2011 ajustada	14,7	110,8	220,6	402,2	1.242,1	9,2	110,9	213,2	399,0	857,3

Datos en miles de euros del año 2011. Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Este ajuste *aleatorio* sobre los datos brutos de la EFF2011 sin ponderar permite cruzar riqueza neta de los hogares, edad, educación y situación laboral del cabeza de familia, y número de miembros por hogar, con el objeto de determinar la primera meta en nuestra investigación, esto es, las características socioeconómicas de los hogares que tienen una mayor influencia en la industria de fondos de inversión.

Como hemos comentado anteriormente, los resultados de Ispierto y Villanueva (2010) revelan que la inversión de los hogares en activos financieros de inversión tiene forma de U invertida en su ciclo vital: aumenta hasta que los inversores tienen una edad comprendida

[341] Los activos financieros de inversión incluyen principalmente acciones cotizadas en bolsa, acciones no cotizadas y otras formas de participación en sociedades, activos de renta fija y fondos de inversión.

[342] Por ejemplo, el 1% de hogares más ricos suponen el 11,35% de la muestra de la EFF de 2011, esto es, 693 hogares sobre un total de 6.106. A pesar de que el Banco de España facilita una *guía de usuario* para ajustar el sobremuestreo indicado, no se aplica este criterio porque su cálculo exacto no supone el foco central de nuestra investigación y, además, consumiría recursos excesivos. Por ello, se procede a reducir la muestra original a 3.808 hogares aplicando de forma aleatoria la tasa de sobremuestreo por percentil de riqueza neta que facilita el Banco de España, tomando como referencia para su cálculo el 50% de los hogares de menor riqueza neta de la muestra original (1.904 hogares).

entre 45 y 64 años para disminuir progresivamente desde entonces. Además, existe una mayor concentración en términos proporcionales en aquellos hogares que tienen un nivel de riqueza neta alto y un cabeza de familia con estudios universitarios.

Ispierto y Villanueva (2010) encuentran también que el perfil de los inversores en acciones cotizadas es muy similar al de los hogares que poseen fondos de inversión: en una alta proporción de los hogares que poseen alguno de estos activos, la edad del cabeza de familia está en torno a los 45-50 años, y ha realizado estudios universitarios; que los inversores que poseen acciones no cotizadas son bastante diferentes al resto de inversores (su riqueza neta media es mucho más elevada) y la edad del cabeza de familia es inferior a la que tienen los que invierten en el resto de activos financieros de inversión (en torno a 40 años); y que los hogares que poseen activos de renta fija tienen un patrón distinto al del resto de inversores en activos financieros de inversión: mayor inversión de hogares jóvenes (en torno a 40 años) y con edad elevada (en torno a 70 años), en detrimento de los que tienen 50-60 años.

Así, Ispierto y Villanueva (2010), utilizando los datos de la EFF de los años 2002 y 2005, definen cuatro grupos (o clústeres) de hogares que poseen fondos de inversión: *hogares jóvenes y con un nivel de riqueza neta muy bajo respecto al total de inversores* (clúster 1); *hogares con riqueza neta reducida respecto al grupo cuyo cabeza de familia es mayor y con baja educación* (clúster 2); *hogares con riqueza neta elevada cuyo cabeza de familia es mayor y con alta educación* (clúster 3); y *hogares con riqueza neta muy elevada cuyo cabeza de familia es mayor y con alta educación* (clúster 4, *ruido*).

Utilizando la información de la EFF de 2011 ajustada de forma aleatoria comprobamos si los grupos de Ispierto y Villanueva (2010) siguen siendo válidos en 2011. Para ello, analizamos la riqueza neta de los hogares, y la edad y educación del cabeza de familia desde el punto de vista de la tenencia de fondos de inversión. La EFF de 2011 indica que el porcentaje de hogares que invierten en fondos es del 5,7% y la riqueza neta mediana de aproximadamente 375.000 euros (EFF de 2011 ajustada).

Clúster 1. Este grupo engloba a hogares jóvenes (en torno a los 40 años) con un nivel de riqueza neta bajo si se compara con el del total de inversores que poseen fondos de inversión, y la educación del cabeza de familia cambia entre 2002 y 2005: mientras que en el primer año la mayoría ha realizado estudios universitarios o de grado superior de formación profesional, en 2005 el grupo se divide entre los hogares con menor nivel educativo y los hogares con mayor educación, principalmente universitarios.

El cuadro nº 119 confirma que el porcentaje de hogares del clúster 1 en 2011 es inferior al del total de hogares (4,7% vs 5,7%), aunque si nos fijamos en los que han realizado estudios universitarios este porcentaje es superior (12,2%).

Cuadro nº 119

Hogares Clúster 1 – Comprobación			
Educación	**Inferior a bachillerato**	**Estudios universitarios**	**Total (3)**
Riqueza neta (1)	108,8	228,0	139,6
Tenencia (2)	1,5	12,2	4,7

(1) Datos en miles de euros de 2011. (2) Datos en porcentaje. (3) Totalidad de niveles educativos. Hogares que invierten en fondos cuyo cabeza de familia tiene menos de 45 años. Fuente: Elaboración propia (EFF de 2011 ajustada).

Clúster 2. En este conglomerado se concentran hogares cuyo cabeza de familia es mayor (entre 2002 y 2005 su edad media cambia, de 60 a 73 años), tiene estudios inferiores a bachillerato y su nivel de riqueza neta es inferior a la media de los hogares que poseen fondos de inversión (aunque su distribución es dispar con niveles de riqueza neta diferentes). El cuadro nº 120 muestra que el porcentaje de hogares del clúster 2 en 2011 es inferior al del total de hogares (2,6% vs 5,7%).

Cuadro nº 120

Hogares Clúster 2 – Comprobación	
Riqueza neta (1)	280,9
Tenencia (2)	2,6

(1) Datos en miles de euros de 2011. (2) Datos en porcentaje. Hogares que poseen fondos cuyo cabeza de familia es mayor de 65 años y su educación inferior a bachillerato. Fuente: Elaboración propia (EFF de 2011 ajustada).

Clúster 3. Los hogares incluidos en este grupo tienen una riqueza neta muy superior a la media total de inversores, y el cabeza de familia es mayor (su media está alrededor de 60 años) con una educación elevada (universitaria). El cuadro nº 121 confirma que el porcentaje de hogares del clúster 3 en 2011 es muy superior al del total de hogares (17,8% vs 5,7%).

Cuadro nº 121

Hogares Clúster 3 – Comprobación	
Riqueza neta (1)	465,1
Tenencia (2)	17,8

(1) Datos en miles de euros de 2011. (2) Datos en porcentaje. (3) Totalidad de percentiles de riqueza neta. Hogares que poseen fondos cuyo cabeza de familia tiene entre 45 y 65 años[343] y con estudios universitarios. Fuente: Elaboración propia (EFF de 2011 ajustada).

Clúster 4. Este conglomerado, que se considera *ruido* en el método bietápico, apenas supera el 0,4% del total de hogares, por tanto, no lo analizamos por ser residual.

En términos generales, desde la primera edición de la EFF en 2002 hasta la última en 2011, el porcentaje de hogares que invierte en fondos de inversión aumenta con la riqueza neta, se corresponde con aquellos hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 45 y 64 años y un mayor nivel educativo. Esta misma tendencia se observa también en la única edición de la HFSC publicada en 2013 para los hogares europeos. De los últimos datos publicados en la EFF de 2011 y HFSC de 2013, los referidos a la tenencia de activos financieros de inversión por parte de los hogares relacionados con nuestra investigación, primordialmente fondos de inversión, en función de sus características socioeconómicas, se detallan en el cuadro nº 122:

Cuadro nº 122

Hogares tenencia	**HFSC de 2013**					**EFF de 2011**				
Percentil de riqueza neta	**<20**	**20-39**	**40-59**	**60-79**	**80-100**	**<25**	**25-50**	**50-75**	**75-90**	**90-100**
Activos financieros	93,2	96,7	96,4	98,4	99,5	91,0	95,0	97,8	99,2	99,7
Depósitos para pagos	92,5	96,3	96,1	98,1	99,1	87,6	92,9	96,5	98,3	98,1
Renta fija	0,2	1,7	3,9	6,6	14,0	0,5	1,5	1,5	3,4	7,2
Acciones cotizadas	1,2	5,0	8,0	11,0	25,2	1,7	6,4	8,9	18,9	38,7
Fondos de inversión	2,0	8,1	10,4	12,4	23,8	1,9	3,0	4,7	9,6	18,6
P. Pensiones y seguros	15,9	32,7	31,5	35,8	49,1	12,5	23,1	27,8	40,6	45,6

Fuente: EFF de 2011 y HFSC de 2013.

[343] Ispierto y Villanueva (2010) indican que la edad media del cabeza de familia en la EFF de 2002 está en 60,3 años y en la de 2005 en 61,5.

Como detalla el cuadro nº 122, los fondos de inversión evolucionan positivamente a medida que aumenta la riqueza neta de los hogares, al igual que lo hacen las acciones cotizadas, principal competidor como activo financiero de inversión.

De la misma manera, los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 45 y 64 años representan el mayor porcentaje de los hogares que poseen fondos de inversión. Esta misma situación se contempla también con relación al nivel educativo, siendo mayor su tenencia en aquellos hogares cuyo cabeza de familia ha realizado estudios universitarios, de acuerdo al cuadro nº 123:

Cuadro nº 123

Hogares tenencia	HFSC de 2013			EFF de 2011		
Educación del cabeza de familia	**Básico**	**Medio**	**Superior**	**Básico***	**Medio***	**Superior***
Activos financieros	93,6	98,2	99,0	94,4	97,1	99,3
Depósitos para pagos	93,1	97,9	98,7	92,7	94,7	98,3
Renta fija	4,0	5,2	7,2	1,7	2,6	4,2
Acciones cotizadas	4,2	9,2	19,6	6,4	17,2	32,6
Fondos de inversión	4,0	10,8	22,6	2,2	6,4	16,7
P. Pensiones y seguros	19,0	36,4	46,8	15,9	31,3	43,8
Edad del cabeza de familia	**<45**	**45-64**	**>64**	**<45**	**45-64**	**>64**
Activos financieros	97,5	97,1	95,7	94,7	96,2	96,5
Depósitos para pagos	97,0	96,6	95,4	92,8	92,9	96,1
Renta fija	2,6	6,2	7,4	1,0	2,4	3,0
Acciones cotizadas	8,6	12,2	9,1	6,8	13,7	12,0
Fondos de inversión	11,5	13,0	9,0	4,7	6,4	5,9
P. Pensiones y seguros	37,8	40,9	16,3	27,2	40,7	6,7

Datos de la EFF de 2011 ajustada. Fuente: EFF de 2011, EFF de 2011 ajustada y HFSC de 2013.

Otra característica socioeconómica de los hogares, la situación laboral del cabeza de familia, influye en el caso de que se encuentre en paro o esté inactivo, mientras que no tiene gran influencia si trabaja por cuenta ajena, propia o está jubilado, según se observa en el cuadro nº 124:

Cuadro nº 124

Hogares tenencia	HFSC de 2013				EFF de 2011			
Situación laboral del cabeza de familia	**Cta Ajena**	**Cta propia**	**Jubilado**	**Otros**	**Cta Ajena**	**Cta propia**	**Jubilado**	**Otros**
Activos financieros	97,9	96,9	95,9	94,9	97,4	98,5	97,6	89,1
Depósitos para pagos	97,6	96,6	95,6	94,1	95,7	96,8	97,1	84,5
Renta fija	4,2	7,9	7,5	1,5	2,2	2,0	3,2	0,7
Acciones cotizadas	11,4	12,5	9,3	3,8	11,2	9,1	15,4	5,8
Fondos de inversión	13,3	12,7	9,4	6,8	6,6	5,9	6,5	3,0
P. Pensiones y seguros	42,3	44,7	19,0	21,9	38,1	41,3	11,0	17,6

Fuente: EFF de 2011 y HFSC de 2013.

Tampoco resulta en términos generales especialmente relevante el número de miembros por hogar, según indica el cuadro nº 125:

Cuadro nº 125

Hogares tenencia	HFSC de 2013					EFF de 2011				
Número miembros por hogar	1	2	3	4	>5	1*	2*	3*	4*	>5*
Activos financieros	96,2	97,5	97,0	97,2	95,3	95,6	97,1	97,0	95,0	90,9
Depósitos para pagos	95,8	97,1	96,6	96,6	94,9	94,4	96,4	94,7	91,8	88,5
Renta fija	4,2	6,8	5,0	5,1	3,8	2,7	3,5	1,6	2,1	0,3
Acciones cotizadas	7,8	11,8	9,6	11,9	9,7	12,4	16,8	13,2	12,4	11,5
Fondos de inversión	10,2	12,5	11,5	12,5	7,7	6,2	6,6	4,7	6,2	5,6
P. Pensiones y seguros	25,0	33,4	36,5	43,9	39,1	11,7	21,1	30,4	38,1	32,1

* Datos de la EFF de 2011 ajustada. Fuente: EFF de 2011, EFF de 2011 ajustada y HFSC de 2013.

En definitiva, la riqueza neta, el nivel educativo y la edad son las características socioeconómicas que nos permiten identificar los hogares más activos en la industria de fondos de inversión.

Por tanto, el foco principal de nuestra investigación será el segmento poblacional de hogares vizcaínos que poseen un nivel de riqueza neta que sea medio-alto y alto[344], cuyo cabeza de familia tenga entre 45 y 64 años, haya realizado estudios universitarios y no se encuentre en situación de paro o inactividad. Adicionalmente, reforzamos nuestro criterio asegurándonos que el colectivo analizado tiene un patrimonio financiero razonable para invertir, esto es, que sea mayor o igual a 20.000 euros.

Para ello, la muestra utilizada en nuestra investigación se centra en las familias de un grupo determinado de estudiantes de Grado de la *Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales* de la *Universidad de Deusto - Deusto Business School*, habiendo sido fundamental la colaboración de la *Universidad*. Estos hogares corresponden en buena medida al colectivo objeto de estudio: cabeza de familia entre 45 y 64 años con niveles de riqueza en los que es mayor el porcentaje de inversores que poseen fondos de inversión. Su único lazo en común es que sus hijos estudian en la *Universidad de Deusto*, sin ningún otro nexo adicional, por lo que es probable que los hogares residan en Vizcaya o en provincias cercanas.

Esta investigación se basa en una muestra no probabilística y de conveniencia, aunque la muestra utilizada aporta, como veremos, una información valiosa para la industria de fondos de inversión. El propósito de un muestreo no probabilístico identificar aquellos grupos específicos de personas con las características relacionadas con el fenómeno estudiado (Mays y Pope, 1995), y no establecer una muestra aleatoria que sea representativa del conjunto de población.

Realizar una encuesta *ad-hoc* a las familias de los estudiantes de la *Universidad de Deusto* no sólo tiene ventajas en cuanto a los recursos empleados en la investigación, la receptividad o tasa de respuesta de los encuestados es mayor, sino que, además, la homogeneidad cultural, económica y de rango de edad del cabeza de familia permite extrapolar las conclusiones obtenidas al conjunto de los hogares con características socioeconómicas similares sin tener que asumir unos riesgos de sesgo elevados[345].

[344] Los hogares con un nivel de riqueza medio-alto y alto son aquellos cuya riqueza neta es mayor o igual a 160.000 euros (el percentil 50 de la EFF de 2011 es de 152.900 euros del año 2011).

[345] Aún cuando no sea posible estimar el margen de error de la muestra, por ser no probabilística, creemos que sus conclusiones no serían muy distintas de las que se obtendrían con una muestra probabilística.

Como hemos comentado anteriormente, la EFF de 2011 elabora un muestreo estratificado aleatorio de toda la población española, que permite inferir al resto de la población sus resultados. En este sentido, la proporción de hogares españoles inversores en fondos de inversión con las características socioeconómicas de nuestro segmento poblacional de interés serían también extrapolables al conjunto de los hogares españoles que poseen fondos de inversión. Así pues, tampoco resulta muy arriesgado, salvando ciertas distancias[346], suponer que la proporción de hogares españoles inversores en fondos de inversión con las características socioeconómicas indicadas sea semejante, al menos, a la proporción real de hogares vizcaínos que poseen fondos de inversión.

De este modo, en la encuesta EFF de 2011 (ajustada de forma aleatoria, según hemos indicado con antelación) el número de hogares españoles con 2 o más miembros que suman todas las características señaladas[347], posean o no fondos de inversión, son 155 (4,07% del total). Dentro de este colectivo, un 21,29% de los hogares poseen fondos de inversión, un porcentaje muy superior al del conjunto de los hogares (5,7%). Además, los hogares con las características citadas que poseen fondos de inversión tienen en los mismos un patrimonio que supone el 20,51% del volumen de activos de la industria de fondos de inversión en España propiedad de los hogares[348].

Aplicando el criterio señalado anteriormente, y sabiendo que en 2014 las familias vizcaínas son 468.500, según los datos facilitados por el Instituto Vasco de Estadística (Eustat), podemos estimar los hogares que responden a las características identificadas. Así, los hogares vizcaínos con dos o más miembros que tengan una riqueza neta mayor o igual a 160.000 euros, un volumen de activos financieros mayor o igual a 20.000 euros, y cuyo cabeza de familia tenga entre 45 y 64 años y haya realizado estudios universitarios, serían aproximadamente 19.000 (4,07% del total).

El tamaño de la muestra utilizada en nuestro estudio en la *Universidad de Deusto*, asciende a 262 hogares encuestados[349]. Dentro de este colectivo de hogares, hay 170 que cumplen con las características socioeconómicas señaladas en cuanto a edad, educación y situación laboral del cabeza de familia, así como nivel de riqueza neta y número de miembros por hogar, de acuerdo a los criterios indicados anteriormente. De este subgrupo, una tercera parte, 57 hogares, invierten en fondos de inversión. El cuestionario ha sido cumplimentado durante los meses de noviembre y diciembre del año 2014.

[346] Estas diferencias corresponden para el caso que nos ocupa básicamente con el mayor nivel de renta y riqueza neta de los hogares vizcaínos o el mayor nivel educativo de su cabeza de familia en relación con los hogares españoles. De tal manera que, estas ventajas indicadas para Vizcaya aún deberían beneficiar el desarrollo de su industria de fondos de inversión, puesto que es razonable considerar que el porcentaje de hogares que poseen fondos de inversión debería ser en Vizcaya, como mínimo, el mismo que en España, sino superior. Recordemos que, dentro de la muestra, las familias residentes en Vizcaya son mayoritarias, pero hay un número significativo de otras provincias.

[347] No existen diferencias significativas entre los hogares con estas características socioeconómicas que tienen solamente dos miembros y aquellos que tienen 3 o más miembros, en cuanto a porcentaje de hogares con fondos o patrimonio en fondos de los mismos.

[348] Es importante recordar que los hogares poseen en España un 85,9% (promedio 1999-2013) del patrimonio de los fondos de inversión en poder de los agentes económicos (hogares, empresas no financieras y administraciones públicas).

[349] 262 hogares que cumplimentaron la encuesta en su totalidad, puesto que ésta se propuso a aproximadamente 350 familias, de las que alrededor del 25% respondieron de forma incompleta o no respondieron.

2.3) Técnicas estadísticas

En nuestra investigación se emplean herramientas estadísticas descriptivas como son las tablas de frecuencias, las tablas de contingencia y el análisis de conglomerados, para contrastar las hipótesis diseñadas entre variables, entendidas como enunciados no verificados pero que se sospecha que pueden ser probables. A continuación se explican tanto el modelo SERVQUAL, de medición de la calidad del servicio, como las tablas de contingencia, el análisis de varianza para la comparación de medias y el análisis de conglomerados[350].

2.3.1) Modelo SERVQUAL

La literatura ha desarrollado modelos teóricos como instrumentos de medición de la calidad del servicio. Entre ellos, destacan SERVQUAL y SERVPERF por el gran número de estudios que se han realizado sobre *marketing* de servicios.

SERVQUAL (*Service Quality*) es un método desarrollado por Parasuraman, Zeithaml y Berry en sus diferentes trabajos (1985, 1988, 1991, 1994) que estudia las expectativas entendidas como el conjunto de posibles resultados esperados por los clientes como consecuencia de la prestación de un servicio.

Para evaluar la calidad de un servicio, los clientes utilizan las expectativas como parámetros de medición: comparan lo que esperan con lo que reciben. La ecuación de la calidad del servicio se representa de la siguiente manera:

$$C = E - P$$

- Calidad del servicio (C).
- Expectativas del servicio (E).
- Percepción sobre la prestación del servicio (P).

Las expectativas (E) constituyen el parámetro con el que los clientes miden la calidad del servicio. De tal modo, la diferencia entre las expectativas (E) y la percepción sobre la prestación del servicio (P) puede ser positiva (supera sus expectativas), negativa (no satisface sus expectativas) o neutra (iguala sus expectativas). Cuanto más alta sea la puntuación de la percepción sobre la prestación del servicio (P) con relación a sus expectativas (E), más alto será el índice de la calidad del servicio.

La *zona de tolerancia* es la diferencia entre el *servicio deseado* (combinación entre lo que *puede ser* y lo que *debe ser*), y el *adecuado* (umbral de servicio aceptable o nivel mínimo de desempeño esperado). En términos generales, las empresas, para emplear la calidad del servicio como ventaja competitiva, deben superar el nivel de servicio *adecuado*; y para fidelizar a sus clientes el del servicio *deseado*.

Por tanto, el servicio no sólo debe ser apto para el uso que se le asigna, sino que debe igualar e incluso superar las expectativas del servicio (E). Así, mientras que en teoría las expectativas (E) y la percepción sobre la prestación del servicio (P) deben ser como mínimo

[350] Las *tablas de frecuencia* son herramientas de análisis muy simples. En ellas, se colocan los datos en columnas representando los distintos valores recogidos en la muestra y sus frecuencias (las veces que ocurren). No necesitan mayor explicación.

idénticas, en la práctica se observan diferencias muy relevantes, como ocurre en nuestra investigación. En esta misma línea, Avkiran (1999) observa que las diferencias entre las expectativas (E) y la percepción sobre la prestación del servicio son inevitables, pues los clientes presentan como tendencia general expectativas superiores.

Parasuraman, Zeitham y Berry identificaban en 1985 diez componentes básicos de la calidad del servicio: *confiabilidad* (servicio fiable y de rendimiento constante), *responsabilidad* (voluntad y disposición del personal), *competencia* (conocimiento y aptitud del personal), *accesibilidad* (facilidad de contacto), *cortesía* (educación, atención y amabilidad del personal), *comunicación* (informar, actualizar y escuchar a los clientes), *credibilidad* (servicio fidedigno, serio y centrado en el interés del cliente), *seguridad* (libre de peligro y riesgo), *conocimiento del cliente* (entendimiento de necesidades y atención personal) y *tangibles* (instalaciones y características físicas). En posteriores investigaciones (1988, 1991, 1994a) concentraron los componentes de la calidad del servicio en cinco dimensiones generalizables para cualquier servicio: la primera, la *tangibilidad* (representación física del servicio), que recoge la apariencia de las instalaciones físicas, el equipo, el personal y los materiales escritos; la capacidad para desempeñar el servicio que se promete de una forma segura y precisa se recoge en la segunda dimensión, *confiabilidad* (entregar lo que se promete); la tercera dimensión es la *responsabilidad* (disponibilidad para ayudar y proveer el servicio con prontitud); el conocimiento y la cortesía de los empleados así como su habilidad para inspirar buena fe y confianza se recoge en la dimensión de *seguridad* (inspirar buena voluntad y confianza); y la quinta dimensión que identifican es la *empatía* (tratar a los clientes como personas), que refleja la capacidad de la organización para brindar una atención individualizada y cuidadosa a sus clientes, si bien llegaron a reducir estas cinco dimensiones a sólo tres (1994b), de tal manera que, concentran *responsabilidad*, *seguridad* y *empatía* en una sola dimensión, manteniendo las otras dos dimensiones, *confianza* y *tangibilidad*.

La literatura financiera ha estudiado la calidad del servicio del sector bancario mediante las cinco dimensiones señaladas por Parasuraman, Zeitham y Berry en las últimas décadas (Yavas, Bilgin Shemwell, 1997; Bahia y Nantel, 2000; Fernánez Barcala, 2000; Allred y Adams, 2000; Newman, 2001; Yavas, Benkenstein, Stuhldreier, 2004; Arasli, Kartircioglu y Mehtap-Smadi, 2005; Bath, 2005; y Karatepe, Yavas, Babakus, 2005; Pal y Choudhury, 2009; Ladhari, 2009).

El modelo SERVQUAL consta de un cuestionario de 44 preguntas (22 *ítems*) que evalúan por separado las expectativas y las percepciones de los 22 atributos de la calidad del servicio en la que las puntuaciones de las dos baterías de *ítems* se recogen sobre una escala tipo *Likert* de 7 puntos; de tal modo que, con las puntuaciones (*E-P*), se calculan las puntuaciones promedio (*E-P*) de cada dimensión de la calidad del servicio; así, el *índice global* de la calidad del servicio se compone de la media de valores promedio (*E-P*) de cada dimensión.

No obstante, en el cálculo de *índice global* se pueden emplear diferentes ponderaciones para las distintas dimensiones de la calidad. Existen alternativas como, por ejemplo, la asignación de ponderaciones equivalentes a todas las dimensiones o la inclusión en el cuestionario de una pregunta que requiera al entrevistado repartir 100 puntos entre las diferentes dimensiones de acuerdo con la importancia que les atribuya. En la primera alternativa, se ignora la opinión del cliente, lo que supone una actitud contraria a los principios básicos de la calidad, y en la segunda, aunque podría incluir como variante valorar cada dimensión en una escala 0-100 de forma separada, tiene como principal inconveniente el riesgo de una valoración similar de todas las dimensiones por no enfrentarse ante una

valoración conjunta. Otra alternativa sería la inclusión de una pregunta en el cuestionario que solicite la valoración global del servicio a los encuestados con el fin de realizar un análisis de regresión que aproxime el peso relativo de cada dimensión en la valoración global (Giménez García y Prior, 2003).

Para Cronin y Taylor (1992, 1994), el modelo SERVQUAL no es el más adecuado para medir la calidad del servicio, ni la satisfacción del cliente; por eso, proponen el modelo SERVPERF (*Service Performance*).

Las expectativas son el componente del modelo SERVQUAL que más controversias suscita por su influencia en la percepción sobre la prestación del servicio, por su variabilidad en momentos distintos de la prestación del servicio y los problemas de interpretación que plantea al suponer una redundancia en el instrumento de medición. Genestre y Herbig (1996) consideran que SERVQUAL mide el proceso de entrega del servicio más que su resultado; y Saurina (2002) que una escala de percepciones individual predice mejor la percepción global de la calidad del servicio percibida que una escala de diferencias.

El modelo SERVPERF elimina las expectativas y se fundamenta en una escala basada sólo en las percepciones de la prestación del servicio. La calidad del servicio será más elevada cuanto mayor sea la suma de puntuaciones de las percepciones. Algunos autores afirman que este modelo goza de una mayor validez predictiva que SERVQUAL (Cronin y Taylor, 1992; 1994), y defienden sus ventajas: el menor tiempo para cumplimentar el cuestionario, sólo pregunta una vez por cada *ítem* o característica del servicio; las medidas de valoración predicen mejor la satisfacción que las medidas por diferencias; y el trabajo de interpretación y su análisis es más sencillo.

Los estudios de García Mestanza (1988), Jabnoun y Al-Tamimi (2003), Ting (2004), Sharma y Mehta (2004), Bauer, Hammerschmidt, Falk (2005) y Culiberg y Rojsek (2010) utilizan el modelo SERVPERF.

Ahora bien, no existe un consenso en la literatura financiera sobre la manera de medir la calidad del servicio más adecuada, y no es clara la preferencia por SERVQUAL o SERVPERF, los dos modelos de referencia en la medición de la calidad del servicio. En nuestro caso, es importante reseñar, además, que la mayoría de estudios sobre el sector bancario se fundamentan en definir las dimensiones de la calidad del servicio y construir modelos que mejoren su medición (González Aponcio, 2000), creando modelos propios basados en los anteriores. En esta línea, Lapierre, Filiatrault y Perrien (1996) indican que la escala de medición de la calidad debe adaptarse al contexto específico del que se trate; y Saurina (2002) indica que adaptar la escala de medición de la calidad del servicio en un entorno concreto es mejor que aplicar de forma rigurosa la escala original.

En consecuencia, existen estudios que reducen las cinco dimensiones del modelo SERVQUAL a cuatro (Avkiran, 1994; Saurina, 2002) e incluso a tres (Levesque y McDougall, 1996; Jabnoun and Al-Tamimi, 2003), o que desarrollan el modelo SERVPERF sólo sobre cuatro dimensiones (Culiberg y Rojsek, 2010). Estas modificaciones suponen variaciones del número de *ítems* de los modelos de la calidad. Otros autores trabajan con los dos modelos de forma conjunta para encontrar la escala de mayor validez (Angur, Nataraajan y Jahera, 1999; Chi, Lewis y Park, 2003) o emplean escalas propias de medición de la calidad del servicio bancario (Lewis, 1993; Jamal y Nasser, 2002; y Gounaris, Stathakopoulos y Athanassopoulos, 2003).

Por todo ello, en nuestra investigación se analiza la calidad del servicio de las sociedades gestoras y entidades comercializadoras mediante un modelo SERVQUAL modificado, centrándose en la entidad en la que los hogares inversores en fondos destinan un mayor importe de su inversión. De tal modo, toma como referencia las cinco dimensiones del modelo SERVQUAL señaladas anteriormente: *tangibilidad* (apariencia física de las instalaciones de la entidad, de sus asesores financieros y material publicitario); *confiabilidad* (capacidad de la entidad para desempeñar el servicio que promete); *responsabilidad* (disponibilidad de los asesores financieros de la entidad para informar y ayudar a los clientes); *seguridad* (conocimiento y habilidad de sus asesores financieros para inspirar confianza); *empatía* (capacidad de la entidad para brindar una atención individualizada).

El cuestionario *ad-hoc* diseñado requiere de los hogares una valoración de las expectativas y las percepciones sobre la prestación del servicio establecida por el modelo SERVQUAL, aunque con ciertos matices en aspectos metodológicos. Utilizamos una escala tipo *Likert* con un rango entre 1 y 5[351], con lo que las diferencias entre las expectativas (E) y la percepción de la prestación del servicio (*P*) presentan un rango de variabilidad menor (–4 y 4). Esta decisión se fundamenta en la dificultad que encontraron las personas que respondieron al cuestionario de prueba antes de su validación definitiva, quienes indicaron que se encontraban más cómodos respondiendo a escalas de 5 puntos que a la tradicional de 7. Otro cambio metodológico es que se ha incorporado un mayor número de *ítems* (33 *ítems*, 66 preguntas), incrementando en un 50% las preguntas efectuadas con respecto al modelo SERVQUAL. La razón de esta modificación es que la propia idiosincrasia de la industria de fondos exigía hacer más preguntas que las correspondientes a los 22 *ítems* canónicos para poder obtener resultados que aportasen valor sobre las motivaciones y las razones subyacentes al comportamiento de los inversores. Al mismo tiempo, las características de la muestra nos permitían contar con el interés de los encuestados en responder adecuadamente a la encuesta incluso si ésta se alargaba. De hecho, en general el encuestado-tipo no completó la encuesta en un único momento, sino que en general ésta fue respondida a lo largo de varios días.

Para poder calcular el *índice global* de la calidad del servicio, se solicita a los hogares que establezcan el orden de importancia de las cinco dimensiones de su calidad, denominado *coeficiente de ponderación*, con una valoración de menor a mayor importancia (1 punto para la menos importante; y 5 puntos para la más importante).

De tal modo, se multiplica el *coeficiente de ponderación* por la expectativa media (Em), para obtener la expectativa media ponderada (Emp), y del mismo modo, también por la calidad recibida en función de la esperada (Cm = Em - Pm), para obtener la calidad media ponderada (Cmp). La expectativa media (Em) y la percepción del servicio media (Pm) se obtienen de la puntuación de 1 (peor valoración) a 5 (mejor valoración) de los *ítems* integrados en las cinco dimensiones del servicio identificadas.

Asimismo, se considera una *zona de tolerancia* de la calidad media ponderada del servicio recibido en función del esperado, desde el 0,00 (nula diferencia) hasta el +0,42 (diferencia positiva, menor calidad recibida que esperada). El valor de +0,42 ha sido escogido por ser el promedio del índice global de calidad en nuestra muestra. Por lo tanto, se *tolera* que el servicio recibido sea ligeramente peor que el esperado, siempre que esta diferencia sea inferior al promedio.

[351] La escala tipo *Likert* utilizada es la siguiente: 1) Totalmente en desacuerdo; 2) En desacuerdo; 3) Ni de acuerdo ni en desacuerdo; 4) De acuerdo; y 5) Totalmente de acuerdo.

Esta metodología de valoración permite calcular la media ponderada por *ítem* con el objeto de establecer un *ranking* que ordene los distintos aspectos de la calidad del servicio identificados en nuestra investigación.

2.3.2) Tablas de contingencia y estadísticos de independencia

Los estadísticos de tablas cruzadas y las medidas de asociación sólo se calculan para las tablas bidimensionales (SPPS versión 22). Así, la hipótesis que se quiere contrastar se denomina hipótesis nula (H_0), y la hipótesis alternativa (H_1) (H_n para n= 1, 2, 3, 4,…n) es cualquier forma de negación de la hipótesis nula, con lo que la hipótesis a contrastar sería la siguiente:

$$H_0: u = 0$$
$$H_n: u \neq 0$$

Donde:

H_0: Que no se cumpla la hipótesis alternativa.
H_n: Cada una de las hipótesis alternativas de nuestra investigación.

De tal manera que, un nivel de significación del estadístico <0,05 rechaza la hipótesis nula, con lo que se confirma la hipótesis H_n planteada.

Para contrastar las hipótesis de nuestra investigación en el análisis de datos se realiza un análisis de correlación o dependencia mediante los siguientes estadísticos: *Chi-cuadrado*[352] (variable nominal vs ordinal); *Tau-b de Kendall*[353] (ordinal vs ordinal); *Coefiente de contingencia*[354] (nominal vs nominal).

[352] La *prueba de Chi-cuadrado* compara frecuencias observadas y esperadas en cada categoría para contrastar que todas las categorías contengan la misma proporción de valores o que cada categoría contenga una proporción de valores especificada. En función de las características de las tablas de contingencia, se aplican correcciones a la prueba de *Chi-cuadrado*: *Chi-cuadrado de Pearson*, *Chi-cuadrado de la razón de verosimilitud*, *Prueba exacta de Fisher* y *Chi-cuadrado corregido de Yates* (SPSS, versión 22).

[353] Los siguientes estadísticos que facilita SPSS (versión 22) permiten contrastar la independencia de variables ordinales entre sí:

Gamma: Medida de asociación entre dos variables ordinales cuyo valor está comprendido entre -1 y 1. Los valores próximos a 1, en valor absoluto, indican una fuerte relación entre las dos variables; y los próximos a cero indican que hay poca o ninguna relación entre ellas.

d de Somers: Medida de asociación entre dos variables ordinales que toma un valor comprendido entre -1 y 1. Es una extensión asimétrica de *gamma* que difiere sólo en la inclusión del número de pares no empatados en la variable independiente, aunque SPSS permite calcular su versión no simétrica.

Tau-b de Kendall: Es una medida no paramétrica de la correlación de variables ordinales o de rangos que tiene en consideración los empates; a diferencia del *Tau-c de Kendall*, que ignora los empates. Los valores posibles van de -1 a 1. El signo del coeficiente indica la dirección de la relación y su valor absoluto la fuerza de la relación.

Rho de Spearman: Es una medida de la correlación entre dos variables aleatorias continuas que oscila entre -1 y +1, indicando asociaciones positivas o negativas respectivamente. Es recomendable utilizarlo cuando los datos presentan valores extremos o ante distribuciones no normales.

[354] Los siguientes estadísticos que facilita SPSS (versión 22) permiten contrastar la independencia de variables nominales entre sí:

Coeficiente de contingencia: Es una medida de asociación que se basa en *Chi-cuadrado*. El valor varía entre 0 y 1. El valor 0 indica que no hay asociación entre las variables de fila y de columna. Los valores cercanos a 1 indican que hay gran relación entre las variables.

Según hemos comentado anteriormente, la muestra de nuestra investigación considerada como no aleatoria, al contrastar las hipótesis entre variables a través de tablas de contingencia con la aplicación de los estadísticos de independencia indicados anteriormente, se aplica el método *Bootstrapping*[355]. Siguiendo al programa estadístico SPSS (versión 22), este método se deriva de las estimaciones robustas de los errores estándar e intervalos de confianza para estimaciones de la media, mediana, coeficientes de correlación o coeficientes de regresión, entre otros; asimismo, es más útil como alternativa a las estimaciones paramétricas en el caso de que los supuestos de esos métodos no tengamos certeza de su cumplimento (normalidad en la distribución de probabilidad, homogeneidad de varianzas, entre otros) o si la inferencia paramétrica no es posible o requiere fórmulas muy complicadas para el cálculo de errores estándar.

2.3.3) Análisis de varianza para la comparación de medias de grupos muestrales

Las variables continuas deben ser estudiadas usando contrastes de hipótesis de comparación de medias cuando el objetivo es determinar si existe una diferencia significativa en la media de dicha variable para los distintos grupos definidos de acuerdo a los distintos factores de agrupación tenidos en consideración en nuestra investigación para nuestro segmento poblacional de interés. La realización de contrastes de análisis de la varianza nos permite inferir sobre la existencia o no de dichas diferencias en la media. Así, las dos posibles fuentes en la variación en la media de la variable analizada: la primera, el error aleatorio de la media (varía en función de las distintas muestras seleccionadas) y, la segunda, su factor de agrupación (referido a los grupos definidos en nuestra investigación).

El análisis de varianza (ANOVA) es una herramienta estadística que permite la separación de las fuentes de variación de la media. Para utilizar esta prueba de manera satisfactoria deben cumplirse los supuestos siguientes: las respuestas de los hogares incluidos en cada uno de los grupos del factor de agrupación identificados en nuestra investigación con relación a la variable analizada deben ser independientes a las del resto de grupos; deben seguir también una distribución normal; y sus varianzas no diferir de forma significativa. Para comprobar que se cumplen estas dos últimas condiciones, puesto que la primera siempre se cumple en nuestra investigación, realizamos la prueba de homogeneidad de varianzas de *Levene* y la prueba de normalidad de *Kolmogorov-Smirnov*.

Phi y V de Cramer. Phi es una medida de asociación basada en *Chi-cuadrado* que conlleva dividir el estadístico de *Chi-cuadrado* por el tamaño de la muestra y extraer la raíz cuadrada del resultado; y V de Cramer es una medida de asociación que se basa en *Chi-cuadradro*.

Lambda: Es una medida de asociación que refleja la reducción proporcional en el error cuando se utilizan los valores de la variable independiente para pronosticar los valores de la variable dependiente. Un valor igual a 1 significa que la variable independiente pronostica perfectamente la variable dependiente, y un valor igual a 0 significa que la variable independiente no ayuda a pronosticarla.

Coeficiente de incertidumbre: Es una medida de asociación que refleja la reducción proporcional en el error cuando se utilizan los valores de una variable para pronosticar los valores de la otra variable. Un valor de 0,83 indica que el conocimiento de una variable reduce en un 83% el error al pronosticar los valores de la otra variable. SPSS calcula tanto su versión simétrica como la asimétrica.

[355] Este método se aplica para los intervalos de *sesgo corregidos y acelerados (BCa) ajustados*, que son más precisos, aunque necesiten un mayor tiempo de cálculo. SPSS recomienda utilizar al menos 1000 muestras de *Bootstrap* (en nuestra investigación se usan 10.000 muestras como número entero y positivo); definir la semilla para *tornado de Mersenne* (cuando se establece una semilla es posible replicar análisis: en nuestra investigación se usa como número primo 7); especificar un *nivel de confianza* mayor de 50 y menor de 100 (en nuestra investigación, se emplea como nivel el 95%); y aplicar como *muestreo* el método *simple* (que muestrea los casos reemplazándolos del conjunto de datos original).

La prueba de *Levene* (1960) consiste en efectuar un análisis de la varianza sobre las diferencias en valor absoluto entre las observaciones y la mediana. El test es robusto aún cuando la variable analizada no siga una distribución normal. La hipótesis nula (H_0) establece que las varianzas para cada grupo del factor de agrupación son iguales, y lo contrario la hipótesis alternativa (H_1). Por lo tanto, debe ser rechazada H_0 cuando su significatividad es menor que 0,05 (<0,05).

La prueba de *Kolmogorov-Smirnov* (1933, 1948) establece como hipótesis nula (H_0) que la variable analizada sigue una distribución normal, y lo contrario como hipótesis alternativa (H_1). Por lo tanto, la prueba de *Levene*, H_0 debe ser rechazada cuando su significatividad sea menor que 0,05 (<0,05).

En el caso de cumplirse los tres supuestos indicados para proceder a realizar un análisis de varianza (ANOVA), se aplicará la prueba de *Fisher* (1925) para dos grupos o de *Scheffe* (1959) para más de dos grupos del factor de agrupación identificados en nuestra investigación. Los resultados de estas dos pruebas de análisis de varianza se consideran significativos cuando la probabilidad de aceptación de H_0 es menor de 0,05 (<0,05).

Y en caso de no cumplirse estos tres supuestos necesarios, utilizamos la prueba no paramétrica de *U Mann-Whitney* (1947) para comparar las medias de la variable ojeto de análisis para dos grupos, o de *Kruskal-Wallis* (1952) para más de dos grupos, del factor de agrupación. La hipótesis nula (H_0) afirma que las muestras de los grupos provienen de la misma población, con lo que tienen la misma media, y la hipótesis alternativa (H_1) que la media de una población difiere de la otra. De tal modo, H_0 debe ser rechazada cuando su significatividad es menor de 0,05 (<0,05).

2.3.4) Análisis de conglomerados (clústeres)

En el presente estudio, siguiendo a Ispierto y Villanueva (2010), se realiza un análisis de conglomerados a través del empleo del método bietápico (*two-step cluster*) facilitado por el programa estadístico SPSS (versión 22). Este método, en una primera fase, agrupa los datos en un número relativamente elevado de pequeños sub-clústeres (pequeños grupos que contienen las observaciones iniciales) con el objetivo inicial de reducir el número de observaciones empleando BIC[356] como criterio estadístico para su minimización. Posteriormente, tratando cada sub-clúster como si de un sólo dato se tratara, utiliza el *método jerárquico* para unir estos pequeños grupos en función de la proximidad o distancia entre ellos hasta obtener el número óptimo de conglomerados. La ventaja de este método es que puede incluir tanto variables continuas como categóricas de una forma simultánea (los métodos tradicionales jerárquicos y no jerárquicos no permiten combinar ambos tipos de variables). Para la distancia entre observaciones o conglomerados pueden utilizarse la distancia *euclídea*, sólo con variables continuas; y la *log-verosimilitud*, que permite la combinación de variables continuas y categóricas, y asume para calcularla que las variables continuas siguen una distribución normal y que las categóricas siguen una distribución multinomial, siendo todas ellas independientes entre sí. Aun así, según el programa estadístico SPSS, el método bietápico es robusto cuando alguno de estos supuestos no se cumple. Esta metodología permite clasificar a los individuos en grupos por su semejanza, es decir, grupos en los que los

[356] *Bayesian Information Criterion* (BIC) es la medida de bondad de ajuste del modelo.

individuos presentan valores similares respecto de las variables consideradas con lo que obtienen clases con un alto grado de homogeneidad interna, pero heterogéneas entre sí.

Asimismo, nuestra investigación excluye del análisis, al igual que hacen Ispierto y Villanueva (2010), los valores atípicos (ruido) considerados observaciones extremas que no encajan bien en ningún conglomerado, porque su distancia al resto de observaciones es muy elevada. Así, elegimos la opción del tratamiento del ruido del 10% del programa estadístico SPSS, en la que estos valores atípicos, definidos como observaciones en otros sub-clústeres con un porcentaje menor al 10% del sub-clúster de mayor tamaño, se intentan transferir a otros sub-clústeres con observaciones similares, y cuando no se consigue, se descartan.

La vista *resumen del modelo* sintetiza el modelo de clúster, incluyendo una "*medida de silueta*" de la cohesión y separación de clústeres, sombreada con diferentes colores para indicar los resultados *pobres*, *correctos* o *buenos,* siguiendo el trabajo de Kaufman y Rousseeuw (1990) sobre la interpretación de estructuras de clústeres. Esta instantánea permite comprobar si la calidad del modelo es insuficiente: un resultado *bueno* indica que los datos reflejan una evidencia razonable o sólida de que existe una estructura de clústeres; un resultado *correcto* indica que esa evidencia es débil; y un resultado *pobre,* que, según esa valoración, no hay evidencias obvias.

Las medias de *medida de silueta*, en todos los registros, consisten en el cálculo de (B - A) / max (A, B), donde A es la distancia del registro al centro de su clúster y B es la distancia del registro al centro del clúster más cercano al que no pertenece. Un *coeficiente de silueta* de 1 implicaría que todos los casos están ubicados directamente en los centros de sus clústeres; y un valor de -1 significaría que todos los casos se encuentran en los centros de clúster de otro clúster. Un valor de 0 implica, de media, que los casos están equidistantes entre el centro de su propio clúster y el siguiente clúster más cercano (SPSS, versión 22).

2.4) Cuestionario

Según hemos definido anteriormente, nuestra investigación se centra en el segmento poblacional de los hogares de riqueza neta mayor o igual a 160.000 euros y patrimonio financiero mayor o igual a 20.000 euros, y cuyo cabeza de familia tiene una edad entre 45 y 64 años, ha realizado estudios universitarios y no se encuentra parado o inactivo.

Con el fin de seleccionar a los individuos que se corresponden con el perfil buscado, el cuestionario *ad-hoc* incluye una serie de preguntas[357] sobre cuestiones socioeconómicas básicas del cabeza de familia como edad, educación y situación laboral del cabeza de familia, y riqueza neta y patrimonio financiero del hogar.

Tras estas preguntas previas, el cuestionario diseñado en nuestra investigación se estructura en dos apartados principales: el primero estudia el comportamiento financiero del inversor; y el segundo, su satisfacción global con la industria de fondos de inversión. Con objeto de comprender mejor qué aspectos proporcionan satisfacción al inversor, se pide a los participantes en el estudio que, por ejemplo, ordenen la importancia que conceden a las principales características de las sociedades gestoras y entidades comercializadoras. De forma similar, también deben ordenar por importancia las características de los fondos de inversión como producto financiero.

Se trata de un cuestionario muy extenso cuyo análisis permite ofrecer una información relevante tanto para las sociedades gestoras como para las entidades comercializadoras de fondos de inversión en su propósito de optimizar su relación con los inversores y aumentar su cuota de mercado.

[357] Véase apéndice nº 31.

3) Hipótesis de trabajo

Las hipótesis[358] que nos planteamos responder en el presente estudio son las siguientes:

H_1. Existe una relación positiva entre el ratio del ahorro sobre la renta bruta anual del hogar y su patrimonio financiero.

H_2. Existe una relación positiva entre el volumen de patrimonio financiero del hogar y el peso de los fondos de inversión en su cartera financiera.

H_3. Existe una relación positiva entre el volumen de patrimonio financiero del hogar y el importe de su aportación inicial (primera vez) a un fondo de inversión.

H_4. Existe una relación positiva entre el nivel de conocimiento financiero del hogar sobre fondos de inversión y el peso que tienen en su cartera financiera.

H_5. A raíz de la crisis de 2007 existe una relación positiva entre el interés del hogar por conocer las características de los productos financieros que contrata y el cambio que manifiestan en cómo invierten.

H_6. Existe una relación positiva entre el peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar y su tolerancia al riesgo.

H_7. Existe una relación positiva entre la experiencia inversora del hogar en fondos de inversión y su nivel de conocimiento financiero sobre éstos.

H_8. Existe una relación positiva entre el nivel de conocimiento financiero del hogar sobre fondos de inversión y la frecuencia en el seguimiento de su inversión.

H_9. Existe una relación positiva entre la comparación que realiza el hogar de las rentabilidades históricas a la hora de invertir en fondos de inversión y la frecuencia en el seguimiento de sus inversiones.

H_{10}. Existe una relación positiva entre la comparación que realiza el hogar de las rentabilidades históricas a la hora de invertir en fondos de inversión y la de sus comisiones y gastos de gestión.

[358] Por una parte, una prueba de hipótesis de correlación de tipo bilateral considera que puede existir un signo positivo o negativo en su relación: así, cuando una variable aumenta, la otra puede, o bien aumentar, o bien disminuir, a diferencia de una unilateral en la que cuando una aumenta, la otra, o sólo aumenta o sólo disminuye, pero no se consideran, al mismo tiempo, las dos opciones; por tanto, si se conoce de antemano el tipo de relación, el programa estadístico SPSS (versión 22) indica que la opción recomendada será unilateral a la hora de realizar el test de correlación correspondiente; en caso contrario, será bilateral. Y por otra parte, una relación entre dos variables de tipo bidireccional indica que el sentido de la relación se produce en ambas direcciones, a diferencia de una unidireccional, en la que el sentido es único. De tal manera que, salvo que se indique lo contrario, las pruebas de significación de los tests de independencia utilizados en las hipótesis de relaciones planteadas son de tipo bilateral y bidireccional. Las excepciones consideradas como unilaterales, cuando las pruebas de tipo bilateral realizadas no resulten ser significativas (>0,05), aplicaremos los test *Tau-b de Kendall* y *Rho de Spearman* de forma unilateral para alcanzar un resultado que refleje adecuadamente el tipo de su relación.

H_{11}. Existe una relación positiva entre la expectativa de rentabilidad con la que se sentiría satifecho el hogar que invierte en fondos de inversión y la pérdida de capital que estaría dispuesto a asumir en sus inversiones.

H_{12}. La rentabilidad obtenida por los fondos de inversión por encima de las expectativas que tenía el hogar en el momento de invertir favorece la aceptación de las comisiones y gastos de gestión que asume.

H_{13}. A medida que la rentabilidad obtenida por los fondos de inversión mejora con respecto a las expectativas que tenía el hogar en el momento de invertir, mayor será su satisfacción global con la Industria.

H_{14}. A medida que mejora la aceptación de las comisiones y gastos de gestión de los fondos de inversión que asume el hogar, mayor será su satisfacción global con la Industria.

H_{15}. A medida que aumenta la calidad del servicio de las sociedades gestoras y entidades comercializadoras, mayor será la satisfacción global del hogar con la Industria.

H_{16}. Existe una relación positiva entre el grado de satisfacción global del hogar con la industria de fondos de inversión y la mejora de su consideración en comparación con otras alternativas de inversión (depósitos, planes de pensiones, acciones,…).

H_{17}. A medida que la satisfacción global del hogar con la industria de fondos de inversión aumenta, su predisposición a invertir de nuevo es mayor.

H_{18}. Existe una relación positiva entre la predisposición del hogar a invertir de nuevo en fondos de inversión y la consideración de la sociedad gestora o entidad comercializadora en la que canaliza el mayor volumen de sus inversiones como su primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones.

4) Análisis descriptivo de los resultados

A continuación señalamos los principales resultados de nuestro estudio, diferenciando los resultados obtenidos sobre el comportamiento financiero de los hogares de nuestro segmento poblacional de interés, de los correspondientes a su satisfacción global como inversores en fondos de inversión.

4.1) Comportamiento financiero

Como hemos indicado anteriormente, procedemos a describir los resultados alcanzados con relación al comportamiento financiero de los mismos: en primer lugar, su comportamiento ahorrador, posteriormente su conocimiento financiero y, en última instancia, su perfil inversor.

4.1.1) Ahorro

Las dos primeras preguntas del cuestionario se relacionan con el comportamiento ahorrador de los hogares, y son las siguientes:

Pregunta nº 1

¿Cuál de las siguientes situaciones define mejor su situación familiar?		Frecuencia	Porcentaje
	No ahorra prácticamente nada de su renta bruta anual	6	3,5%
	Ahorra una parte escasa de la misma (menos del 10%)	25	14,7%
	Ahorra entre el 10 y 20% de la misma	78	45,9%
	Ahorra una parte sustancial de la misma (por encima del 20%)	61	35,9%
	Total	**170**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares

Nuestro segmento poblacional de interés tiene una capacidad de ahorro media-alta: la mitad (45,9%) ahorra entre el 10% y el 20%, y la tercera parte (35,9%) por encima del 20% de su renta bruta anual. Estos resultados alejan nuestra muestra de la sociedad en general, donde desgraciadamente el grupo de hogares sin capacidad de ahorro es mayoritario; sin embargo, esta característica es precisamente una de las que define al colectivo de hogares que invierten en fondos de inversión.

Las principales motivaciones del ahorro de las familias que respondieron a la encuesta son, con porcentajes muy similares, afrontar gastos extraordinarios (32,9%), y poder asumir los gastos educativos de la descendencia (31,9%).

Los gastos extraordinarios incluyen diversas motivaciones de ahorro como imprevistos, crisis de liquidez, cambio de domicilio por adquisición de vivienda…; los gastos educativos hace referencia a la motivación de la solidaridad intergeneracional y son una motivación razonable entre el colectivo encuestado: familias en las que al menos uno de sus miembros está cursando estudios en una Universidad privada. Otra motivación señalada como importante para ahorrar es la jubilación, con el propósito de redistribuir temporalmente los

recursos y optimizar el nivel de consumo a lo largo del tiempo. Como podemos ver, estas respuestas, se corresponden con lo analizado durante el primer bloque de la Tesis.

Aunque no se relacione con ninguna de las motivaciones del ahorro tradicionales, se pregunta también sobre el efecto de la rentabilidad financiero-fiscal, por ser precisamente un aspecto diferencial de la industria de fondos de inversión, según se ha detallado en la presente Tesis. Como podía ser previsible, esta última motivación se sitúa en último lugar, aún cuando es una razón importante para el ahorro de un número apreciable de familias (11,2%). Las respuestas a la pregunta nº 2 del cuestionario se señalan a continuación:

Pregunta nº 2

¿Cuál es su principal motivación de ahorro?							
		No inversor en fondos		**Inversor en fondos**		**Total hogares**	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
	Gastos extraordinarios	40	35,4%	16	28,1%	56	32,9%
	Educación de los hijos	36	31,9%	17	29,8%	53	31,2%
	Jubilación	29	25,7%	13	22,8%	42	24,7%
	Rendimiento financiero-fiscal	8	7,1%	11	19,3%	19	11,2%
	Total	**113**	**100,0%**	**57**	**100,0%**	**170**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

La motivación del ahorro familiar varía entre los hogares que invierten en fondos con respecto a los hogares que no lo hacen. Es particularmente relevante el peso relativo de la rentabilidad financiero-fiscal en la motivación del ahorro (19,3% vs 7,1% respectivamente), con lo que el interés por "rentabilizar su dinero" es aparentemente mayor entre los hogares que invierten en fondos. De hecho, entre los hogares que invierten en fondos, el rendimiento financiero-fiscal es una motivación para ahorrar similar a la de la propia jubilación (entre los no inversores en fondos, las respuestas que señalan a la jubilación como motivación casi cuadruplican las respuestas relativas a la fiscalidad).

4.1.2) Conocimiento financiero

El conocimiento financiero condiciona el comportamiento financiero de los hogares, (Hogarth, Beverly y Hilgert, 2003; Lusardi, 2008; o Gale, Harris y Levine, 2012, entre otros), lo que, a su vez, influye en el desarrollo de la industria de fondos de inversión, según hemos comentado anteriormente a lo largo de la Tesis.

Como hemos visto, nuestra muestra es mucho más proclive a invertir en fondos que la población general. En efecto, una tercera parte de los hogares encuestados (33,5% del total, 57 sobre 170) invierte actualmente en fondos de inversión; otra parte muy significativa de los hogares estaría dispuesta a hacerlo en el futuro (27,7% del total, 47 sobre 170); y el resto (38,8% del total, 66 sobre 170) ni lo hace ni estaría dispuesto a hacerlo en ningún caso en el futuro, por razones no especificadas. Puede haber diferentes razones para que las familias no contemplen como una alternativa viable de inversión la suscripción o adquisición de participaciones en fondos de inversión. Aunque no hay estudios específicos sobre esta cuestión, podemos sugerir algunas explicaciones plausibles: algunos hogares con escasos

conocimientos financieros pueden tener temor a productos que no comprenden bien[359] y que son más arriesgados que formas de ahorro más simples (como el depósito bancario); otros, pueden tener una percepción errónea sobre el riesgo que asumirían, exacerbándolo. En el extremo contrario, familias con patrimonios importantes y sólidos conocimientos financieros pueden preferir realizar directamente las inversiones, o contratar a gestores de patrimonios que construyan carteras de inversión *ad-hoc*; este último caso, naturalmente, no puede suponer un número importante de familias, pero quizás sí del patrimonio financiero.

Entre los hogares que no invierten en fondos (dos terceras partes de nuestro segmento poblacional de interés), el 58,4% de los mismos no estaría dispuesto a invertir en fondos. Sin embargo, el rechazo a invertir en fondos no parece ser independiente del conocimiento del sector. Precisamente, el 72,2% de los hogares que no poseen fondos de inversión pero cuentan con una experiencia inversora previa en estos productos son los que muestran una mayor predisposición para invertir de nuevo, a diferencia de los que no la tienen, sólo el 35,8% de ellos estaría dispuesto a hacerlo por primera vez.

Por lo tanto, una primera estrategia de crecimiento de la Industria sería dirigirse preferentemente al colectivo de hogares que tiene una experiencia inversora previa en esta Industria, pues sus posibilidades de éxito se duplican y su recorrido potencial es relativamente amplio (en nuestra muestra, el 11,5% de los que no poseen fondos, los han tenido en el pasado). Esta afirmación se basa en los propios resultados de nuestra muestra, si bien no existen estudios específicos al respecto que refuercen este planteamiento. Los resultados indicados se detallan en la tabla pregunta nº 3:

Pregunta nº 3

Aunque actualmente no invierte en IIC, ¿cuál es su disposición a invertir en el futuro?			
		Frecuencia	Porcentaje
	Nunca las ha realizado, pero estaría dispuesta a realizarlas en el futuro	34	30,1%
	Aunque actualmente no las realiza, sí las ha realizado en el pasado y estaría dispuesta a realizarlas en el futuro	13	11,5%
	Hogares no inversores que están dispuestos a invertir en el futuro (1)	**47**	**41,6%**
	Ni las ha realizado nunca, ni estaría dispuesta a realizarlas en el futuro	61	54,0%
	Aunque actualmente no las realiza, sí las ha realizado en el pasado, pero no estaría dispuesta a realizarlas en el futuro	5	4,4%
	Hogares no inversores que no están dispuestos a invertir en el futuro (2)	**66**	**58,4%**
	Total hogares no inversores en fondos (1) + (2)	**113**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

Preguntados por las principales razones para invertir en fondos de inversión, las familias participantes en el estudio que actualmente no invierten pero podrían hacerlo en el futuro destacan, en primer lugar, la posibilidad de que otros productos financieros considerados por ellos mismos más interesantes hasta ese momento dejaran de serlo (por ejemplo, la remuneración de depósitos a plazo para el caso de los inversores más conservadores o los distintos aspectos de la fiscalidad que siempre están sujetos a modificaciones futuras…). Más de un 40% de las familias de este grupo escogen esta respuesta. En segundo lugar, en opinión

[359] Por ejemplo, desconociendo las ventajas en cuanto a la diversificación de la cartera que un fondo puede proporcionar.

del 34,0% de los mismos, su muy reciente conocimiento del producto, por lo que resulta fundamental conocer un producto financiero para que así pueda aumentar la predisposición de inversión en el mismo. La tabla pregunta nº 4 detalla los resultados indicados:

Pregunta nº 4

¿Por qué razón estaría dispuesto a invertir en IIC en el futuro? (1)			
		Frecuencia	Porcentaje
	Existencia de otros productos financieros más interesantes hasta la fecha, aunque esta circunstancia podría cambiar en el futuro	19	40,4%
	Conocimiento del producto muy reciente	16	34,0%
	Ausencia de las necesidades económicas del pasado	1	2,1%
	Otras	11	23,4%
	Total	**47**	**100,0%**

(1) Incluye tanto los hogares que han tenido alguna experiencia inversora previa como los que nunca lo han hecho hasta la fecha. Frecuencia: Número de hogares.

Efectivamente, como habíamos anticipado previamente, entre las razones que aducen los hogares que no estarían dispuestos en ningún caso a invertir en fondos de inversión en el futuro destaca, en primer lugar, el desconocimiento del producto (50,0%), en segundo lugar, la falta de confianza en el mismo (21,2%) y, en último lugar, la existencia de otras alternativas de inversión más interesantes como consecuencia de la competencia de productos financieros (21,2%), de acuerdo a la tabla pregunta nº 5:

Pregunta nº 5

¿Por qué razón no estaría dispuesta a invertir en IIC en el futuro? (1)			
		Frecuencia	Porcentaje
	Desconocimiento del producto	33	50,0%
	Falta de confianza (2)	14	21,2%
	Existencia de otros productos más interesantes	14	21,2%
	Otras razones	5	7,6%
	Total	**66**	**100,0%**

(1) Incluye tanto a los que han invertido previamente como a los que no lo han hecho nunca hasta la fecha. (2) Se refiere a que no genera confianza previa para invertir en le caso de los que no lo han hecho nunca hasta la fecha, y/o que se ha perdido la confianza de los que sí lo han hecho anteriormente por una mala experiencia (por ejemplo, pérdidas en la inversión). Frecuencia: Número de hogares.

Los resultados obtenidos sugieren que la Industria podría verse favorecida por una mayor educación financiera de las familias: incorporar a los planes de estudio formación financiera básica; o promover programas educativos en televisión u otros medios (*internet*) pueden ser mecanismos para incrementar el interés por este sector en el medio plazo. La evolución del nivel educativo de la población española (en términos generales, y específicamente en finanzas) tendrá un importante impacto en esta Industria, en nuestra opinión.

Los resultados obtenidos en la tabla pregunta nº 6 permiten concluir que la percepción que tiene la persona responsable de las decisiones de ahorro-inversión de los hogares de nuestro segmento poblacional de interés sobre su nivel de conocimiento financiero es medio (54,7%). La principal diferencia se observa entre los hogares que invierten en fondos, su conocimiento

financiero es superior a los que no poseen fondos: así, para el 87,7% de los primeros su nivel es medio o alto frente al 73,5% de los segundos.

Pregunta nº 6

Nivel de conocimiento financiero general sobre productos financieros							
		No inversor en fondos		**Inversor en fondos**		**Total hogares**	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
	Alto	23	20,4%	17	29,8%	40	23,5%
	Medio	60	53,1%	33	57,9%	93	54,7%
	Bajo	25	22,1%	7	12,3%	32	18,8%
	Nulo	5	4,4%	0	0,0%	5	2,9%
	Total	**113**	**100,0%**	**57**	**100,0%**	**170**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

Las diferencias en el nivel de conocimiento específico sobre fondos de inversión de los hogares que invierten en fondos en relación con los que no lo hacen son más que evidentes, de acuerdo a los resultados de la pregunta nº 7. Así, mientras el 82,5% de los primeros indica que su nivel de conocimiento es medio y alto, el 61,1% de los segundos que es bajo o nulo.

Pregunta nº 7

Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión							
		No inversor en fondos		**Inversor en fondos**		**Total hogares**	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
	Alto	8	7,0%	14	24,6%	22	12,9%
	Medio	36	31,9%	33	57,9%	69	40,6%
	Bajo	42	37,2%	10	17,5%	52	30,6%
	Nulo	27	23,9%	0	0,0%	27	15,9%
	Total	**113**	**100,0%**	**57**	**100,0%**	**170**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

Los principales productos financieros en los que invierten los hogares de nuestro segmento poblacional de interés se ordenan de la siguiente forma en función del grado de conocimiento financiero del cabeza de familia de los mismos (del menor grado de conocimiento, 1 punto, al mayor grado del mismo, 5 puntos).

Pregunta nº 8

Grado de conocimiento financiero de los hogares		**Depósitos y renta fija**	**Planes de Pensiones**	**Renta variable (acciones)**	**Seguros ahorro**	**Fondos inversión**
No inversores en fondos (113 hogares)						
	1	4,0%	2,0%	8,0%	25,0%	68,0%
	2	9,0%	8,0%	15,0%	50,0%	33,0%
	3	19,0%	39,0%	37,0%	23,0%	9,0%
	4	23,0%	40,0%	36,0%	12,0%	1,0%
	5	58,0%	24,0%	17,0%	3,0%	2,0%
	Total (1)	461	415	378	257	175

Grado de conocimiento financiero de los hogares		Depósitos y renta fija	Planes de Pensiones	Renta variable (acciones)	Seguros ahorro	Fondos inversión
Inversores en fondos (57 hogares)						
	1	0,0%	1,0%	7,0%	32,0%	11,0%
	2	5,0%	12,0%	8,0%	10,0%	19,0%
	3	13,0%	11,0%	17,0%	5,0%	14,0%
	4	19,0%	14,0%	14,0%	6,0%	8,0%
	5	20,0%	19,0%	11,0%	4,0%	5,0%
	Total (1)	225	209	185	111	148
Total hogares (170 hogares)						
	1	4%	3%	15%	57%	79%
	2	14%	20%	23%	60%	52%
	3	32%	50%	54%	28%	23%
	4	42%	54%	50%	18%	9%
	5	78%	43%	28%	7%	7%
	Total (1)	686	624	563	368	323

Datos en porcentaje (%). (1) Total: Es la puntuación resultante de multiplicar el grado de conocimiento financiero del cabeza de familia por la frecuencia de hogares (número de hogares) de cada categoría. Cuanto más alta sea esta puntuación de cada producto financiero, mayor será su grado de conocimiento.

En general, los fondos de inversión son el producto financiero menos conocido, entre sus principales competidores, por los hogares de nuestro segmento poblacional de interés, según se detallan los resultados en la tabla pregunta nº 8.

A pesar de las carencias en su conocimiento, los hogares que poseen fondos de inversión indican que se interesan más que antes de la crisis del año 2007 por conocer las características de los distintos productos financieros que contratan, siendo el interés de los no inversores en fondos aún mayor. Este resultado es lógico por el menor conocimiento financiero que atesoran estos últimos, y seguramente esté influido por la dureza de la crisis: la realidad de los pequeños inversores que han perdido sus ahorros en productos demasiado arriesgados, mal gestionados, o sencillamente en los que el riesgo se ha materializado negativamente, junto a los numerosos casos de mala praxis vendedora de las instituciones financieras o directamente de estafa a inversores (*Fórum Filatélico*, *Madoff*, las *preferentes*,…) tienen que pesar en el ánimo colectivo. La tabla siguiente detalla las respuestas a la pregunta nº 9:

Pregunta nº 9

¿Se interesa más que antes de la crisis por conocer las características de los productos que contrata?							
		No inversor en fondos		**Inversor en fondos**		**Total hogares**	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
	Se preocupa más que antes de la crisis	65	57,5%	24	42,1%	89	52,3%
	El nivel de interés es similar al de antes de la crisis	47	41,6%	32	56,1%	79	46,5%
	Se preocupa menos que antes de la crisis	1	0,9%	1	1,8%	2	1,2%
	Total	**113**	**100,0%**	**57**	**100,0%**	**170**	**100,0**

Frecuencia: Número de hogares.

4.1.3) Perfil inversor

El perfil inversor de los hogares es otro aspecto relevante de su comportamiento financiero, junto con su comportamiento ahorrador y su conocimiento financiero. La pregunta nº 10 detalla la distribución de activos en su cartera financiera:

Pregunta nº 10

Detalle el peso medio en la cartera financiera de los hogares	Depósitos	Renta fija	Renta variable (acciones)	Fondos inversión	Planes pensiones	Seguros ahorro	Otros
No inversores en fondos	46,71	10,46	14,24	0,00	19,84	3,19	4,86
Inversores en fondos	23,77	9,84	17,28	18,51	16,93	4,72	7,19
Total hogares	**39,02**	**10,25**	**15,26**	**6,76**	**18,86**	**3,70**	**5,64**

Inversores en fondos 57 hogares; no inversores en fondos 113 hogares; y total 170 hogares.
Datos en porcentaje (%).

La diferencia principal se observa por la variación del peso de los fondos de inversión versus depósitos en la cartera financiera de los que invierten en fondos con relación al conjunto de nuestro segmento poblacional de interés.

En términos relativos, lo que suben los fondos descienden prácticamente los depósitos, manteniéndose en un nivel muy similar el resto de activos financieros de su cartera financiera.

El peso de los fondos de inversión de los hogares que invierten en fondos en su cartera financiera supone el 18,51% de la misma, un porcentaje muy parecido al que representan las acciones y los planes de pensiones.

En el cuadro nº 126 hemos agrupado los activos financieros de inversión (renta fija, acciones y participaciones en fondos) para apreciar la diferencia entre los hogares que invierten en fondos y los que no lo hacen en la distribución de su cartera financiera.

Cuadro nº 126

Peso medio en la cartera financiera de los hogares	Depósitos	Planes pensiones y seguros ahorro	Activos financieros de inversión
No inversores en fondos	46,71	23,03	24,70
Inversores en fondos	23,77	21,65	45,63
Total hogares	**39,02**	**22,56**	**37,92**

Datos en porcentaje (%)

Al comparar los hogares que invierten en fondos de inversión con los que no lo hacen, destaca la mayor tolerancia al riesgo de los primeros. Más de un 42% de los hogares que invierten en fondos asumen un riesgo de pérdida de capital medio y alto; este porcentaje es sólo del 26,6% entre los que no invierten en fondos.

De igual modo, el 33,6% de estos últimos no estaría dispuesto a asumir ningún riesgo de pérdida de capital, con lo que casi triplican a los que invierten en fondos que tampoco están dispuestos a ello (12,3%). La pregunta nº 11 detalla los resultados:

Pregunta nº 11

¿Cuál de los siguientes criterios se ajusta más a su idea de invertir?						
	No inversor en fondos		**Inversor en fondos**		**Total hogares**	
	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
No asumiría ningún riesgo de pérdida de capital	38	33,6%	7	12,3%	45	26,5%
Asumiría un pequeño riesgo de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad baja	45	39,8%	26	45,6%	71	41,8%
Asumiría un riesgo medio de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad media	29	25,7%	22	38,6%	51	30,0%
Asumiría un riesgo alto de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad alta	1	0,9%	2	3,5%	3	1,8%
Total	**113**	**100,0%**	**57**	**100,0%**	**170**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

Por ello, los hogares que invierten en fondos pueden ser considerados en términos generales como inversores "*moderados*", de tal manera que, su perfil de riesgo se situaría entre "*prudente*" y "*dinámico*". Es cierto que el perfil es "*prudente*" en mayor medida, ya que un 45,6% de los hogares son capaces de asumir un cierto riesgo en sus inversiones a cambio de mejorar su rentabilidad potencial, y tolerar pequeñas pérdidas puntuales; sin embargo, el porcentaje de hogares con un perfil "*dinámico*" no es menor: un 38,6% de estos hogares están dispuestos a tolerar pérdidas durante más tiempo a cambio de mayores retornos a futuro.

Prácticamente ningún hogar de nuestra muestra afirma que asumiría un riesgo alto de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad elevada. Ni siquiera entre quienes invierten en fondos hay un número apreciable de hogares con esta perspectiva: no alcanzan el 4% del total.

De nuevo, la crisis está influyendo de forma apreciable en estas respuestas, ya que como se recoge en la tabla que detalla las respuestas a la pregunta nº 12, el tipo de inversión de los hogares que poseen fondos de inversión ha cambiado desde 2007. No es ilógico que años de volatilidad excesiva en muchos mercados, y de sonoras pérdidas de valor hayan hecho que las familias sean más conservadoras que antes de la crisis. La especial intensidad y duración de la crisis, ha tenido sus efectos en la cartera financiera de los hogares. La mayor preferencia por la seguridad es más notable entre quienes no poseen fondos de inversión: de éstos, aproximadamente la mitad (49,6%) son más conservadores que antes de la crisis (entre quienes invierten en fondos, sólo el 38,6% es más conservador que antes en sus inversiones). De hecho, este resultado es coherente con lo presentado anteriormente en nuestra investigación, esto es, que el peso de los activos de inversión en la cartera financiera de los hogares españoles se ha reducido desde el 45,4% de la cartera en 2007, hasta el 36,5% en 2013 (en otros países europeos, esta opción por el menor riesgo ha sido más moderada).

Pregunta nº 12

¿Ha cambiado su idea de invertir en los últimos años a raíz de la crisis?							
		No inversor en fondos		**Inversor en fondos**		**Total hogares**	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
	Es más conservadora a la hora de invertir	56	49,6%	22	38,6%	78	45,9%
	Mantiene un perfil similar a la hora de invertir	54	47,8%	35	61,4%	89	52,4%
	Es más agresiva a la hora de invertir	3	2,7%	0	0,0%	3	1,8%
	Total	**113**	**100,0%**	**57**	**100,0%**	**170**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

En este sentido, el perfil inversor de los hogares que poseen fondos, se estudia con mayor detalle en las preguntas diseñadas a tal fin que se exponen a continuación en el cuadro nº 127:

Cuadro nº 127

Hogares inversores en fondos			
		Frecuencia	Porcentaje
¿Cuál es el porcentaje del capital invertido en IIC cuya pérdida estaría dispuesto a asumir?			
	Menos del 5%	21	38,2%
	Entre el 5% y el 10%	20	36,4%
	Más del 10%	14	25,4%
	Total	**55**	**100%**
Sus inversiones se centran básicamente en IIC (en función de la exposición a renta variable)			
	Renta fija + Inmobiliarias	10	18,2%
	De renta fija mixta (exposición a renta variable menor del 30%)	30	54,5%
	De renta variable mixta (exposición entre 30% y 75%) y renta variable (>75%)	15	27,3%
	Total	**55**	**100%**
Invierte principalmente en IIC cuyas carteras de inversión se focaliza a nivel			
	Nacional	18	32,7%
	Internacional (sobre todo zona euro)	28	50,9%
	Internacional (sobre todo resto del mundo)	9	16,4%
	Total	**55**	**100%**

Frecuencia: Número de hogares.

Como hemos indicado anteriormente, los hogares de nuestro segmento poblacional de interés son *moderados* en su perfil de riesgo inversor: tan sólo el 25,4% está dispuesto a asumir un riesgo de pérdida de capital que supere el 10% de su inversión. La opción preferida de inversión son las IIC de renta fija mixta, aquellas que no exceden del 30% en su exposición a activos de renta variable (escogida por el 54,5% de los hogares). Refiriéndonos al riesgo de divisa, los hogares inversores en fondos de nuestra muestra es también bastante conservadora, pues el 83,6% invierte preferentemente en *euros*.

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en tablas de contingencia confirman la coherencia en las respuestas de los hogares de nuestro segmento poblacional de interés relativas a su perfil inversor. Para ello, establecemos dos hipótesis:

La primera hipótesis que intentamos probar es que existe relación entre el tipo de inversión preferida por los hogares y el porcentaje de capital cuya pérdida están dispuestos a asumir. A tal fin, definimos la siguiente hipótesis nula:

H_0: No existe relación entre el tipo de inversión preferida y el porcentaje de capital que los hogares declaran ser capaces de asumir como pérdida cuando invierten en fondos de inversión.

H_{A1}: Existe relación entre el tipo de inversión preferida y el porcentaje de capital que los hogares declaran ser capaces de asumir como pérdida cuando invierten en fondos de inversión.

Como se puede comprobar en el apéndice nº 32, no podemos descartar que exista una relación entre ambas. Con un nivel de significancia del 0,01%, rechazamos la hipótesis nula, ya que el valor puntual de nuestra muestra es, de hecho, de 0,000.

Este resultado nos permite rechazar la posibilidad de que los hogares hayan dado respuestas incorrectas debido a la complejidad y extensión del test, o que haya una incoherencia significativa entre lo que afirman preferir y el tipo de inversión que realizan efectivamente.

La segunda cuestión que queremos comprobar es que esta coherencia abarque también al tipo de fondo en el que invierten. Consideramos que los fondos de renta variable y variable mixta son más arriesgados que los de renta fija mixta, y éstos que los de renta fija e inmobiliarios. Naturalmente, al agrupar los fondos por tipos podemos estar perdiendo información muy valiosa sobre el riesgo de los mismos: pensemos, por ejemplo, en un fondo de renta fija especializado en bonos de *alto rendimiento* o *high yield,* o en deuda emergente, donde se corre con un riesgo de tipo de cambio, junto al propio riesgo soberano; es probable, por lo tanto, que algunos sean más arriesgados que los fondos de renta variable mixta que invierten en *blue chips* y renta fija de alto *rating*. Del mismo modo, un fondo inmobiliario con exposición a edificios de alquiler en ciudades con fuerte exceso de oferta inmobiliaria también puede ser más arriesgado que un fondo de renta variable. Nuestra hipótesis nula es la siguiente en este caso:

H_0: No existe relación entre el tipo de fondo escogido y el porcentaje de capital que los hogares declaran ser capaces de asumir como pérdidas cuando invierten en fondos de inversión.

H_{A2}: Existe relación entre el tipo de fondo escogido y el porcentaje de capital que los hogares declaran ser capaces de asumir como pérdidas cuando invierten en fondos de inversión.

De nuevo, este resultado nos permite rechazar la falta de coherencia entre las pérdidas que afirman asumir los hogares y el tipo de inversión que realizan efectivamente[360].

[360] Véase apéndice nº 33.

Una vez que hemos comprobado que las respuestas relativas a preferencias de inversión y tipo de inversión efectivamente realizada son coherentes entre sí, podemos avanzar y analizar la satisfacción global de los hogares de nuestro segmento poblacional de interés.

4.2) Satisfacción global

La satisfacción global de los hogares con la industria de fondos de inversión es alta, aunque mejorable: siete de cada diez manifiesta un grado de satisfacción alto. La diferencia entre los que están satisfechos (70,6%) y los que indican su alta predisposición a invertir de nuevo (76,5% del total) se debe a que hay un pequeño porcentaje que, pese a no estar satisfechos con sus inversiones, estarían dispuestos a conceder una segunda oportunidad a la Industria.

Cuadro nº 128

Hogares inversores en fondos			
		Frecuencia	Porcentaje
¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión?			
	Alto	36	70,6%
	Bajo	15	29,4%
	Total	**51**	**100%**
¿Cuál es su predisposición a invertir de nuevo en fondos de inversión?			
	Alta	39	76,5%
	Baja	12	23,5%
	Total	**51**	**100%**
¿Recomendaría invertir a un tercero que busque su consejo en fondos de inversión? (Exclusivamente entre los que manifiestan una alta predisposición a invertir de nuevo)			
	Sí	30	76,9%
	No	9	23,1%
	Total	**39**	**100,0%**
¿Consideraría a su SGIIC o entidad comercializadora principal como primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones?			
	Probablemente sí	31	60,8%
	No estoy seguro, tengo dudas	14	27,5%
	Probablemente no	6	11,8%
	Total	**51**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

El 76,9% de los hogares que están predispuestos a invertir de nuevo, recomendarían hacerlo a un tercero que busque su consejo. Es interesante esta cuestión dado que podemos interpretar que los hogares están más dispuestos a asumir pérdidas con su propio dinero que a recomendar a otros que lo arriesguen.

Aún teniendo en consideración este comportamiento, sigue siendo un porcentaje alto que más de tres cuartas partes de quienes conocen el producto y querrán invertir de nuevo en el mismo, puedan recomendarlo a terceros. Si nos fijaramos en el conjunto de quienes en el momento de la encuesta tenían fondos, un 58,8% recomendarían esta inversión. Esta predisposición es interesante si recordamos, como hemos visto antes, que un 41,6% de los hogares que actualmente no tienen fondos, estarían dispuestos a invertir en los mismos.

Asimismo, entre los hogares que poseen fondos, un 60,8% volvería a confiar en su sociedad gestora o entidad comercializadora principal, aquella que ha canalizado el mayor volumen de sus inversiones hasta el momento. Entonces, existe un porcentaje relevante de hogares abiertos a poder cambiar de sociedad gestora o entidad comercializadora.

Como se observa en el cuadro nº 129, el porcentaje que confiaría en la misma entidad aumenta en más de 15 puntos, hasta el 76,7%, si solamente consideramos a los hogares que están satisfechos con la industria de fondos de inversión y tengan una alta predisposición a invertir de nuevo en ella. Incluso entre este colectivo de familias inversoras, prácticamente una de cada cuatro estaría abierta a cambiar de sociedad gestora o entidad comercializadora. En cambio, si nos fijamos en los hogares no satisfechos pero dispuestos a conceder una segunda oportunidad a la Industria, la opción de poder cambiar de sociedad gestora o entidad comercializadora es mayoritaria (55,5%), con lo que su "riesgo de fuga" es elevado.

Cuadro nº 129

¿Consideraría a su SGIIC o entidad comercializadora principal como primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones? (Exclusivamente entre los de alta predisposición a invertir de nuevo en fondos)

	Inversores con un grado de satisfacción alto con la industria de fondos		**Inversores con un grado de satisfacción bajo con la industria de fondos**		**Total Inversores**	
	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
Probablemente sí	23	76,7%	4	44,4%	27	69,2%
No estoy seguro, tengo dudas	6	20,0%	3	33,3%	9	23,1%
Probablemente no	1	3,3%	2	22,2%	3	7,7%
Total	**30**	**100,0%**	**9**	**100,0%**	**39**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

Esto significa que, si estos porcentajes son representativos en el conjunto de la Industria, las sociedades gestoras y entidades comercializadoras tienen un importante margen para poder incrementar su cuota de mercado, y muy especialmente a costa de las que no logran satisfacer suficientemente a sus clientes. Si consideramos además el significativo número de hogares con potencial inversor que no invierten actualmente en fondos, pero estarían dispuestos a considerarlo, podemos afirmar que existe un potencial importante para que las sociedades gestoras y entidades comercializadoras puedan competir por los inversores (nuevos en la Industria o ya conocedores de la misma).

Los hogares de nuestra muestra aportan una información interesante sobre los comportamientos inversores en la industria de fondos. Así, la mayoría de los hogares encuestados que poseen fondos de inversión (58,8%) confían sus inversiones en una única sociedad gestora, de los que prácticamente dos terceras partes (63,3%) las canalizan en un sólo fondo de inversión, según los resultados del cuadro nº 130. Es un dato relevante conocer

que más del 40% de los hogares inversores pueden comparar efectivamente tanto los servicios prestados como el producto ofrecido por dos o más sociedades gestoras o entidades comercializadoras, lo que nos permite observar la información anterior sobre fidelidad a la sociedad gestora, o entidad comercializadora principal, con otros ojos.

Cuadro nº 130

Hogares inversores en fondos			
		Frecuencia	Porcentaje
¿En cuántas SGIIC confía la gestión de sus inversiones en fondos de inversión?			
	Una	30	58,8%
	Dos o más	21	42,2%
	Total	**51**	**100%**
En caso de invertir en una única SGIIC, ¿tiene su unidad familiar su inversión diversificada en varias IIC?			
	No, sólo invierto en una IIC	19	63,3%
	Sí, invierto en dos o más IIC	11	36,7%
	Total	**30**	**100%**

Frecuencia: Número de hogares.

El cuadro nº 131 muestra que los hogares que confían en dos o más sociedades gestoras o entidades comercializadoras consideran como su primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones en fondos a su sociedad gestora o entidad comercializadora principal, por encima de los que las canalizan hasta la fecha en una única entidad (71,4% y 53,3%, respectivamente).

Cuadro nº 131

¿Consideraría a su SGIIC o entidad comercializadora principal como primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones?						
	Inversores que confían en una SGIIC		**Inversores que confían en dos o más SGIIC**		**Total inversores**	
	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
Probablemente sí	16	53,3%	15	71,4%	31	60,8%
No estoy seguro, tengo dudas	11	36,7%	3	14,3%	14	27,5%
Probablemente no	3	10,0%	3	14,3%	6	11,8%
Total	**30**	**100,0%**	**21**	**100,0%**	**51**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

Profundizando en este análisis teniendo en consideración su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión, los resultados alcanzados indican que los hogares demuestran una mayor confianza en su sociedad gestora o entidad comercializadora principal, si actualmente ya confían en dos o más sociedades gestoras o entidades comercializadoras para gestionar su inversión en fondos. Este resultado contrasta con los hogares que invierten a través de una única entidad, más abiertos a cambiar de entidad. Una explicación posible es que los hogares que no tienen ninguna experiencia previa con otra sociedad gestora o entidad comercializadora quieran probar nuevas opciones, quizá por no haberlo hecho aún.

También se observa la influencia positiva del grado de satisfacción global que manifiestan los hogares con la industria de fondos en su fidelidad a su sociedad gestora o entidad comercializadora principal: así, el 68,2% de los que confían en una única entidad, y el 78,6% de los que lo hacen en dos o más, la consideran como su primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones en fondos en comparación con los que indican que su grado de satisfacción global es bajo. El cuadro nº 132 detalla los resultados indicados:

Cuadro nº 132

¿Consideraría a su SGIIC o entidad comercializadora principal como primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones?						
Exclusivamente entre inversores con un grado de satisfacción alto con la Industria						
	Inversores que confían en una SGIIC		**Inversores que confían en dos o más SGIIC**		**Total inversores**	
	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
Probablemente sí	15	68,2%	11	78,6%	26	72,2%
No estoy seguro, tengo dudas	5	22,7%	2	14,3%	7	19,4%
Probablemente no	2	9,1%	1	7,1%	3	8,3%
Total	**22**	**100,0%**	**14**	**100,0%**	**36**	**100,0%**
Exclusivamente entre inversores con un grado de satisfacción bajo con la Industria						
	Inversores que confían en una SGIIC		**Inversores que confían en dos o más SGIIC**		**Total inversores**	
	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
Probablemente sí	1	12,5%	4	57,1%	5	33,3%
No estoy seguro, tengo dudas	6	75,0%	1	14,3%	7	46,7%
Probablemente no	1	12,5%	2	28,6%	3	20,0%
Total	**8**	**100,0%**	**7**	**100,0%**	**15**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

Para continuar con nuestro análisis, profundizamos en cómo los inversores valoran las características de las sociedades gestoras y entidades comercializadoras, así como las características de los fondos de inversión como producto financiero.

En este sentido, el cuadro nº 133 detalla los resultados de las valoraciones de los hogares de nuestro segmento poblacional de interés sobre las principales cualidades de los fondos de inversión de forma ponderada.

Para ello, se les preguntó por las cualidades sobre las que hemos comentado su fundamento teórico a lo largo de la presente Tesis, solicitándoles, al mismo tiempo, que ordenasen todas ellas en función del grado de relevancia que les otorgaban (del mayor grado, 11 puntos, al menor, 1 punto) para de esta forma poder establecer la ponderación indicada.

Cuadro nº 133

Fondos de inversión Principales características	**Valoración**	**Ranking**
Rentabilidad	13,55	1º
Seguridad operativa	10,73	2º
Liquidez	10,53	3º
Gestión profesionalizada	10,25	4º
Adecuación de su vocación inversora al perfil inversor	8,83	5º
Diversificación de la inversión	8,65	6º
Información y transparencia que ofrecen	8,55	7º
Comisiones y gastos que aplican	8,45	8º
Ventajas fiscales que ofrecen	8,02	9º
Supervisión de la CNMV	7,42	10º
Importe mínimo de contratación	5,02	11º
Total	**100**	**-**

Valoración: Es el resultado de la puntuación total de cada una de las caraterísticas de los fondos de inversión, dividido por el sumatorio de puntos alcanzados por todas ellas de forma conjunta. Datos en porcentaje (%). Los porcentajes máximo y mínimo posibles son 16,6 y 1,5 respectivamente.

Este análisis nos permite ver qué características son más relevantes desde el punto de vista del inversor. Lógicamente, todos los aspectos son relevantes en su satisfacción global, y se deberá conseguir una puntuación mínima en todas las características para que el inversor quede satisfecho. Ahora bien, parece claro que hay cualidades más valoradas por los inversores y que pueden permitir competir mejor a aquellas sociedades gestoras que hagan un esfuerzo especial por mejorarlas.

No es sorprendente que la rentabilidad sea el atributo mejor valorado en la escala (13,55 puntos), muy cerca de la puntuación máxima que se podría llegar a obtener (16,6 puntos). A una cierta distancia hay varias cualidades de un nivel intercambiable, que son (por este orden) la seguridad operativa (10,73 puntos), la liquidez (10,53 puntos) y la gestión profesionalizada (10,25 puntos). Esto da una cierta ventaja a los fondos cuya gestión esté en manos de gestoras consideradas profesionalmente potentes y seguras. La valoración de estas cualidades por parte de personas no especializadas es complicada, por lo que, aunque existiera un amplio consenso sobre la importancia de estas cualidades, difícilmente podría haber una medición que no fuese subjetiva sobre estas variables.

En un nivel inferior hay otras cuatro cualidades: la adecuación de su vocación inversora al perfil del inversor (8,83 puntos), la diversificación de la inversión (8,65 puntos), la comunicación y transparencia informativa (8,55 puntos) y los honorarios (comisiones y gastos) que aplican (8,45 puntos). En estas cualidades, no tan relevantes como las anteriores, pero tampoco desdeñables sí que existen las condiciones para que los inversores puedan valorar de forma objetiva e independiente cuál es la situación de una sociedad gestora con respecto a otras. Por lo tanto, una sociedad más eficiente en estas facetas puede transmitirlas de manera relativamente trasparente, y obtener un reconocimiento por parte de los hogares.

Entre las tres cualidades que quedan, dos están netamente por debajo de las anteriores las ventajas fiscales (8,02 puntos) y la supervisión de la CNMV (7,42 puntos). Es interesante ver que estas cualidades no son una herramienta para competir, dado que el conjunto de la

industria de fondos comercializada en España se beneficia por igual de las ventajas fiscales y de la labor del supervisor, aunque, como hemos comentado anteriormente en la Tesis, refuerzan la fortaleza de la Industria ante la competencia de otros productos financieros.

Así, por ejemplo, durante los primeros seis meses del año 2015, en comparación con el mismo periodo del año anterior, los traspasos entre fondos (41.102 y 26.325 millones de euros, respectivamente) se han disparado (+53%), de tal manera que, el grueso de los partícipes ha movido sus ahorros desde fondos garantizados, al terminar el plazo de garantía, y monetarios o productos de renta fija a corto plazo, que apenas generan rentabilidad, hacia otras categorías de fondos con mayores expectativas de rentabilidad como los fondos mixtos, que han logrado captar 27.000 millones de euros netos, cifra que supera las suscripciones netas del sector de 22.485 millones de euros. Estos datos ponen de manifiesto el empleo intensivo de esta ventaja fiscal que representa el 46% de las suscripciones brutas (90.033 millones) y el 19,2% del patrimonio medio de los fondos de inversión en dicho periodo (elEconomista.es, 2015). La no tributación de los traspasos tiene implicaciones favorables en la rentabilidad obtenida, cualidad valorada positivamente por los inversores, según hemos indicado anteriormente.

Finalmente, el último elemento queda descolgado y con una valoración baja. Se trata del importe mínimo de contratación (5,02 puntos), aspecto en el que aparentemente la diferenciación frente a otros oferentes no permitiría generar una posición más competitiva.

Tras este análisis, podemos pasar a analizar en detalle dos requisitos de la satisfacción global del inversor, la solvencia de las sociedades gestoras y entidades comercializadoras, y su reputación (imagen pública). Ambas condicionan sus decisiones financieras al afectar a su confianza como se ha comentado anteriormente en esta Tesis.

Cuadro nº 134

Hogares inversores en fondos			
		Frecuencia	Porcentaje
Considera que la solvencia financiera de su SGIIC o entidad comercializadora principal es			
	Mejor que la media del mercado	28	53,8%
	En la media del mercado	20	38,5%
	Inferior a la media del mercado	1	2,0%
	No sabe / no contesta	3	5,7%
	Total	**52**	**100%**
Considera que la reputación o imagen pública de su SGIIC o entidad comercializadora principal es			
	Mejor que la media del mercado	26	50,0%
	En la media del mercado	23	44,2%
	Inferior a la media del mercado	0	0,0%
	No sabe / no contesta	3	5,8%
	Total	**52**	**100%**

Frecuencia: Número de hogares.

Más del 90% de los hogares que poseen fondos de inversión indican que la solvencia y la reputación de la sociedad gestora o entidad comercializadora en la que confían la gestión de

su principal inversión en IIC son, similares o superiores a la media del mercado, según detalla el cuadro nº 134.

Podemos buscar una explicación lógica a este hecho: supongamos, por ejemplo, que de las noventa y seis sociedades gestoras que operan en España en 2013, las de peor reputación serán precisamente las más pequeñas, y las de mayor reputación, las más grandes. Una situación así implicaría que la mayoría de los inversores invertirían a través de las sociedades gestoras con mejor reputación que la sociedad gestora media.

Los resultados de nuestra investigación, que incluyen respuestas sobre 22 grupos financieros distintos (catorce grupos bancarios, cinco entidades independientes, y tres grupos aseguradores), refuerzan esta explicación, según muestra el cuadro nº 135:

Cuadro nº 135

Considera que la reputación de su SGIIC o entidad comercializadora principal es

	Grupos bancarios		**Entidades independientes**		**Grupos aseguradores**		**Total grupos financideros**	
	Frecuencia	%	Frecuencia	%	Frecuencia	%	Frecuencia	%
Mejor que la media del mercado	25	61,0	1	16,7	1	20,0	27	51,9
En la media del mercado	15	36,6	3	50,0	4	80,0	22	42,3
Inferior a la media del mercado	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0,0	0,0
No sabe, no contesta	1	2,4	2	33,3	0	0,0	3	5,8
Total	**41**	**100**	**6**		**5**	**100**	**52**	100,0

Frecuencia: Número de hogares

Sin embargo, hay otra explicación plausible y seguramente con más posibilidades de ser real: el sesgo de *exceso de confianza* que padecen los inversores (Odean, 1999; Statman, Thorley y Vorkink, 2004).

Parece creíble que las respuestas dadas por nuestra muestra reflejen una visión distorsionada de la realidad, en la que los inversores creen tener una mejor información de la que realmente disponen, y valorar sus capacidades de selección de la SGIIC adecuada con un exceso de optimismo.

Continuando con nuestro análisis, llega el turno de la valoración de los principales atributos de las sociedades gestoras. Los resultados alcanzados en nuestra investigación se detallan en el cuadro nº 136.

Siguiendo la metodología aplicada en la ponderación de las principales características de los fondos de inversión, se solicitó a los hogares que ordenasen, del mismo modo, los principales atributos de las sociedades gestoras en función del grado de relevancia que les otorgaban (del mayor grado, 11 puntos, al menor, 1 punto).

Cuadro nº 136

Sociedades gestoras de IIC Principales atributos	**Valoración**	**Ranking**
Rentabilidad de sus productos financieros	12,49	1º
Asesoramiento financiero propio que prestan	11,45	2º
Pertenencia a un grupo financiero con el que opera la unidad familiar	11,08	3º
Honorarios (comisiones y gastos) que aplican	9,90	4º
Experiencia en la gestión de activos	9,87	5º
Oferta de productos que comercializan	9,40	6º
Especialización que acreditan	8,41	7º
Asesoramiento financiero externo a la misma	8,27	8º
Atención pública que reciben	6,69	9º
Puntos de comercialización	6,44	10º
Innovación de productos en su oferta comercial	5,99	11º
Total	**100**	**-**

Valoración: Es el resultado de la puntuación total de cada uno de las atributos de las SGIIC dividido por el sumatorio de puntos alcanzados por todos ellos de forma conjunta. Datos en porcentaje (%). Los porcentajes máximo y mínimo posibles son 16,6 y 1,5 respectivamente.

De nuevo, los hogares otorgan la mayor relevancia de todos ellos a la rentabilidad que ofrecen los productos de la SGIIC (12,49 puntos), generando la duda de si se pondera adecuadamente esta rentabilidad por el riesgo.

Otras dos cualidades bien valoradas son la capacidad de prestar un asesoramiento financiero propio (11,45 puntos); y la pertenencia de la sociedad gestora a un grupo financiero (principalmente bancario) con el que opera la unidad familiar. Este aspecto fomenta el grado de concentración bancaria de la industria de fondos de inversión al ocupar el tercer puesto en el *ranking* (11,08 puntos), según detalla el cuadro nº 136. Seguramente, podemos ligar esta cualidad a los aspectos reputacionales comentados anteriormente al analizar los fondos directamente.

Entre los atributos de segundo nivel en importancia, se sitúan en primer lugar los honorarios (comisiones y gastos) con 9,90 puntos, que aunque influyen en las decisiones financieras de los inversores, lo hacen, sin embargo, en menor medida que la rentabilidad; seguidamente, su experiencia en la gestión de activos (que hace referencia a los años que llevan operando en el mercado) con 9,87 puntos, de tal manera que, la dificultad de las entidades nuevas para abrirse camino en el sector se complica, según hemos comentado anteriormente a lo largo de la Tesis[361]; y la oferta de productos que comercializan sea amplia, siendo su valoración superior a la de la especialización en determinadas categorías inversoras (por ejemplo, renta variable euro) con 9,40 y 8,41 puntos respectivamente.

Finalmente, en un tercer nivel, se sitúan la aparición en medios de comunicación con 6,69 puntos (lo que nos retrotrae a los aspectos reputacionales antes comentados); los puntos de comercialización (número de oficinas que disponen) con 6,44 puntos; y la innovación (lanzamiento de nuevos productos al mercado) con 5,99 puntos.

[361] Cabría la duda de cómo se valoraría la entrada en el mercado español de un competidor con una larga trayectoria en otros países europeos.

En la tabla hemos incluido un elemento sobre el que las sociedades gestoras o entidades comercializadoras apenas tienen control que es el asesoramiento externo a las mismas. Los hogares que participaron en nuestra encuesta han valorado este factor (8,27 puntos y 8º posición) como sensiblemente menos relevante que el asesoramiento financiero propio (11,45 puntos y 2ª posición).

No es de extrañar, por lo tanto, que la mayoría de los inversores (73,7%) recurran a la propia sociedad gestora o entidad comercializadora para buscar asesoramiento, en vez de mediante otras fuentes externas, entre ellas, el asesoramiento independiente, al que sólo recurren una minoría (12,2%), según detalla el cuadro nº 137:

Cuadro nº 137

Hogares inversores en fondos			
		Frecuencia	Porcentaje
¿A qué fuente de asesoramiento financiero recurre?			
	De la propia SGIIC o entidad comercializadora	42	73,7%
	Independiente a la propia SGIIC o entidad comercializadora	7	12,2%
	Otras fuentes	8	14,1%
	Total	**57**	**100%**
¿Salió de su unidad familiar la idea de contratar la IIC en la que realizó una mayor aportación inicial?			
	Si	35	63,6%
	No	20	36,4%
	Total	**55**	**100%**

Frecuencia: Número de hogares.

Como indican la mayoría de hogares de nuestro segmento poblacional de interés que invierten en fondos, su aportación inicial no partió de su propia iniciativa (63,6%), lo que permite afirmar que, aunque son ellos quienes toman sus propias decisiones financieras, el papel que juega el asesoramiento financiero, provenga de la fuente que provenga, es determinante.

En este sentido, las consultas, dudas y objeciones de los potenciales inversores quedan neutralizadas mediante una explicación adecuada de las cualidades principales que atesoran los fondos de inversión como producto financiero.

Aunque la innovación pueda sorprender negativamente por su menor puntuación, los resultados de la pregunta nº 13 indican la preferencia que tienen los hogares para invertir en los fondos tradicionales frente a los innovadores (61,8% vs 10,9% respectivamente), con lo que este aspecto, aún siendo relevante, no sorprende que ocupe el último lugar de la escala.

Sabiendo que *rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros,* parece que los inversores se fían más de aquellos fondos que pueden mostrar una trayectoria histórica suficientemente larga y sin "sorpresas" desagradables.

Pregunta nº 13

A la hora de seleccionar IIC, ¿prefiere su unidad familiar invertir en IIC innovadoras o tradicionales?			
		Frecuencia	Porcentaje
	Prefiere invertir en IIC innovadoras	6	10,9%
	No estoy seguro, tengo dudas	15	27,3%
	Prefiere invertir en IIC tradicionales	34	61,8%
	Total	**55**	**100%**

IIC innovadoras (lanzadas recientemente al mercado); IIC tradicionales (comercializadas desde hace tiempo). Frecuencia: Número de hogares.

En resumen, los atributos relacionados con el producto (rentabilidad) o el servicio (asesoramiento financiero) juegan un papel muy relevante en la valoración de los hogares de nuestro segmento poblacional de interés, aunque ambos, no obstante, se integran en un concepto más amplio que afecta a la satisfacción global de sus inversiones en fondos de inversión como la calidad del producto (que integra la rentabilidad obtenida); y la calidad del servicio percibido en función del esperado (que incluye el asesoramiento financiero); y en último término, el precio del producto, que para el caso de la industria de fondos de inversión, se integra perfectamente en el atributo de rentabilidad, porque en este sector ésta se presenta al cliente una vez descontadas las comisiones y gastos de gestión de los fondos de inversión. A continuación se analizan todas estas dimensiones:

4.2.1) Calidad del servicio

Nuestra investigación centra el análisis de la calidad de servicio recibida (percepción) en función de la esperada (expectativa) de los hogares objeto de estudio. A tal fin, como hemos comentado anteriormente, se aplica la metodología SERVQUAL en la que identificamos las principales dimensiones de la calidad del servicio. El cuadro nº 140 presenta ordenadas las dimensiones, de tal manera que, establecemos un *ranking* de dimensiones en función de la importancia que los que poseen fondos de inversión conceden a las mismas.

Cuadro nº 140

Dimensiones calidad del servicio	Coeficientes de ponderación	Expectativa media (Em)	Expectativa media ponderada (Emp)	Calidad media (Cm)	Calidad media ponderada (Cmp)
Confiabilidad	24,14	4,56	110,21	+0,53	+12,71
Responsabilidad	18,74	4,51	84,44	+0,60	+11,17
Seguridad	23,06	4,38	100,94	+0,43	+9,91
Empatia	20,18	4,29	86,63	+0,45	+9,16
Tangibilidad	13,87	4,19	58,13	+0,11	+1,53

Coeficiente de ponderación: Establece el orden de importancia de las dimensiones de la calidad del servicio desde 1 punto (para la menos importante) hasta 5 puntos (para la más importante).
Expectativa media del servicio por dimensión (Em): Valoración de las expectativas de servicio que manifiestan los hogares sobre cada dimensión. Toma en consideración la expectativa media del conjunto de *ítems* por dimensión puntuadas desde 1 (menores expectativas) hasta 5 (mayores expectativas).
Percepción media del servicio por dimensión (Pm): Se calcula de igual modo que Em, pero valorando el servicio recibido de cada uno de los *ítems* en cada dimensión (puntuación de 1 a 5, de peor a mejor).
Expectativa media ponderada del servicio por dimensión: Emp = Em x Coeficiente de ponderación.
Calidad media del servicio por dimensión (Cm): Calidad media del servicio recibida en función de la esperada por dimensión **Cm** = Em - Pm
Calidad media del servicio ponderada por dimensión: Cmp = Cm x Coeficiente de ponderación

La dimensión más importante de las cinco identificadas, de acuerdo a los resultados de nuestra investigación, es la capacidad de la sociedad gestora o entidad comercializadora para desempeñar el servicio que promete a los clientes. A ésta, *confiabilidad*, le otorgamos una ponderación de 24,14 puntos. El conocimiento y la habilidad de sus asesores financieros para inspirarles confianza, la *seguridad*, tiene una ponderación de 23,06 puntos.

En un segundo nivel se sitúan la capacidad de la sociedad gestora o entidad comercializadora para brindar una atención individualizada a los clientes la *empatía*, con 20,18 puntos de ponderación, seguida de la disponibilidad de sus asesores financieros para informar y ayudar a los clientes, la *responsabilidad*, con 18,74 puntos.

Y en último lugar, a cierta distancia, la apariencia física de las instalaciones, asesores financieros y material publicitario de la sociedad gestora o entidad comercializadora la *tangibilidad*, con 13,87 puntos. Este es el aspecto de menor relevancia para los hogares inversores en fondos.

La expectativa media (Em) alcanzada por cada una de las cinco dimensiones superan ampliamente en todos los casos los cuatro puntos (recordemos que la puntuación máxima son 5 puntos), lo cual supone que los hogares, en términos generales, mantienen expectativas de servicio altas. Aún así, se observan diferencias en las cinco dimensiones identificadas: las de mayor exigencia en el servicio serían *confiabilidad* (4,56 puntos) y *responsabilidad* (4,51 puntos); y la de menor, *tangibilidad* (4,19 puntos).

Si nos fijamos en la calidad media del servicio (Cm), entendida como la diferencia entre el servicio esperado y recibido, observamos que el mayor *gap* se localiza en las dimensiones *confiabilidad* (+0,53 puntos) y *responsabilidad* (+0,60 puntos), y el menor en la *tangibilidad* (+0,11 puntos).

En nuestra investigación, la calidad media del servicio en su conjunto se sitúa en 0,42 puntos (incluyendo las cinco dimensiones señaladas anteriormente), lo que significa que la obtención de puntuaciones superiores a +0,42 puntos suponen una calidad de servicio percibida que podría considerarse como deficitaria en nuestra investigación, o al menos, manifiestamente mejorable en función de las expectativas que trasladan los inversores. Este es el caso de las valoraciones alcanzadas por las dimensiones *confiabilidad* y *responsabilidad*. En cambio, una puntuación inferior a +0,42 supone que la calidad del servicio percibida supera las expectativas en el caso de puntuaciones negativas o, al menos, se sitúan en la *zona de tolerancia* (entre 0 y +0,42). Es el caso de la *tangibilidad*. Las otras dos dimensiones identificadas, *seguridad* y *empatía*, se sitúan en el término medio de las dimensiones analizadas, tanto en expectativas (Em) como en calidad (Cm), según detalla el cuadro nº 140 al que nos hemos referido anteriormente.

Aplicando el *coeficiente de ponderación* señalado, los resultados no varían en exceso, el mayor déficit en la calidad media del servicio (Cm) continúa observándose en las dimensiones de *confiabilidad* y *responsabilidad*, aunque su orden cambia, con lo que la peor valoración corresponde a la primera (+12,71 y +11,17 puntos, respectivamente); asimismo, el mejor resultado lo obtiene la dimensión de la *tangibilidad* (+1,53 puntos).

Las cinco dimensiones de la calidad del servicio señaladas aglutinan un total de 33 *ítems* o aspectos relacionados con la misma identificados en nuestra investigación. Así, los

principales resultados de los 33 *ítems* agrupados en las cinco dimensiones señaladas aplicando esta misma metodología SERVQUAL son los siguientes:

4.2.1.1) Tangibilidad

La dimensión de *tangibilidad*, la mejor valorada por los hogares, aglutina ocho *ítems* que se ordenan de mejor a peor valoración manifestada por los hogares que poseen fondos de nuestro segmento poblacional de interés, esto es, en función de la calidad media del servicio (Cm), según detalla el cuadro nº 141:

Cuadro nº 141

Tangibilidad (ítems)	Expectativa media (Em)	Expectativa media ponderada (Emp)	Calidad media (Cm)	Calidad media ponderada (Cmp)
1	3,46	48,04	-1,17	-16,28
2	3,44	47,79	-0,29	-4,00
3	3,93	54,47	+0,06	+0,80
4	4,37	60,63	+0,13	+1,87
5	4,30	59,60	+0,23	+3,20
6	4,44	61,66	+0,38	+5,34
7	4,76	66,03	+0,60	+8,27
8	4,81	66,80	+0,94	+13,07
Total	**4,19**	**58,13**	**+0,11**	**+1,53**

1) Instalaciones localizadas convenientemente (cerca de casa, del trabajo, del centro urbano...).
2) Instalaciones fácilmente accesibles (parking, ascensor, acceso para personas discapacitadas,...).
3) Vigilancia adecuada de las instalaciones (videocámaras, agentes de seguridad,...).
4) Equipamiento tecnológico avanzado de las instalaciones.
5) Apariencia aseada y elegante de los asesores financieros.
6) Relevancia de la información del material publicitario de los productos (dípticos, folletos...).
7) Seguridad de los canales telemáticos (telefónico, *internet*).
8) Instalaciones cómodas, pulcras y visualmente agradables.

Las principales conclusiones que se pueden extraer son que las instalaciones (oficinas) deberían mejorar sus prestaciones con relación al resto de los *ítems* en cuanto a comodidad, limpieza, pulcritud, en definitiva, ser visualmente agradables para los clientes, al igual que hacer lo propio con la seguridad de los canales telemáticos (telefónicos, *internet*,…), que generan una mayor desconfianza de la esperable entre los inversores en fondos, para quienes el trato presencial resulta preferencial.

Aspectos difilmente mejorables son la localización de las oficinas y su propia accesibilidad, en términos generales, están bien valoradas. Estos resultados son totalmente lógicos, por el mayor protagonismo de los grupos bancarios en la industria de fondos de inversión, según hemos comentado anteriormente en la Tesis.

4.2.1.2) Empatía

La siguiente dimensión mejor valorada es la *empatía*, que aglutina cinco *ítems* ordenados de la misma manera que los *ítems* de la dimensión *tangibilidad*, en función de la calidad media del servicio (Cm), según indica el cuadro nº 142:

Cuadro nº 142

Empatía (ítems)	Expectativa media (Em)	Expectativa media ponderada (Emp)	Calidad media (Cm)	Calidad media ponderada (Cmp)
1	4,17	84,08	+0,29	+5,82
2	4,28	86,33	0,31	+6,21
3	4,33	87,45	+0,44	+8,93
4	4,50	90,81	+0,62	+12,42
5	4,19	84,46	+0,62	+12,42
Total	**4,29**	**86,63**	**+0,45**	**+9,16**

1) Disposición de productos financieros orientados al beneficio y atención de las necesidades específicas (incluso imprevistas) de los clientes.
2) Horario de la entidad orientado a la satisfacción de las necesidades de los clientes.
3) Adecuación del número de asesores financieros para atender de forma personalizada a los clientes.
4) Tiempo de espera reducido de los clientes en la atención por canales telemáticos (telefónico, *internet*).
5) Tiempo de espera reducido de los clientes para ser atendidos por los asesores financieros.

El principal aspecto de mejora de esta dimensión se focaliza en el tiempo de espera de los clientes para ser atendidos por los asesores financieros. Ídem ocurre con el tiempo de espera en los canales telemáticos (teléfono, *internet*), aunque las expectativas de los hogares superan a las que indican con relación a la atención presencial.

De igual modo, las sociedades gestoras o entidades comercializadoras deberían realizar un esfuerzo adicional en el número de asesores financieros dedicados a la atención personalizada de los clientes, puesto que podría significar un elemento diferencial verdaderamente destacable en la calidad del servicio prestado, si consiguen superar estas expectativas.

La oferta financiera de fondos comercializados es realmente amplia, pero la valoración de los hogares que invierten en fondos en su orientación al beneficio y atención de sus necesidades no supera sus expectativas, se mantiene en su *zona de tolerancia*, con lo que se considera la calidad de servicio adecuada, al igual que, el horario de la entidad desde el punto de vista de la satisfacción de sus necesidades.

4.2.1.3) Seguridad

La dimensión *seguridad*, situada en tercer lugar en valoración, aglutina seis *ítems* ordenados de la misma manera que los *ítems* de las dos dimensiones anteriores, *tangibilidad* y *empatía*, en función de la calidad media del servicio (Cm), según indica el cuadro nº 143

Cuadro nº 143

Seguridad (ítems)	Expectativa media (Em)	Expectativa media ponderada (Emp)	Calidad media (Cm)	Calidad media ponderada (Cmp)
1	4,63	106,77	+0,29	+6,65
2	4,52	104,21	+0,37	+8,43
3	4,65	107,2	+0,40	+9,31
4	4,48	103,36	+0,44	+10,20
5	4,31	99,51	+0,50	+11,53
6	3,67	84,56	+0,58	+13,31
Total	**4,38**	**100,94**	**+0,43**	**+9,91**

1) Confidencialidad, privacidad y seguridad en las gestiones de los clientes por parte de los asesores financieros.
2) Amabilidad, cordialidad y paciencia de los asesores financieros con los clientes, inspirándoles confianza, en toda circunstancia.
3) Conocimiento y capacidad de los asesores financieros para desarrollar su trabajo correctamente y responder a las preguntas de los clientes de forma adecuada.
4) Adecuación del asesoramiento o de las soluciones aportadas por los asesores financieros al perfil inversor y necesidades de los clientes.
5) Proactividad de los asesores financieros con los clientes.
6) Autoridad o capacidad suficiente de los asesores financieros para tomar decisiones en el acto.

El principal aspecto de mejora se refiere a la capacidad suficiente de los asesores financieros para tomar decisiones en el acto. Este aspecto es muy importante, porque convierte al asesor financiero en un interlocutor válido ante el cliente. Asimismo, la proactividad de los asesores financieros, valorada ligeramente por encima de la *zona de tolerancia*, debería ser mejorada del mismo modo. Este *ítem* permite a los clientes percibir un mayor seguimiento en sus inversiones. El resto de *ítems* presentan una valoración en la que no superan sus expectativas, pero para los que la calidad del servicio se considera adecuada, con la excepción del conocimiento y la capacidad de los asesores financieros para desarrollar su trabajo correctamente y responder a las preguntas de los clientes de forma adecuada, que también debería ser mejorada, según hemos comentado anteriormente en la Tesis.

4.2.1.4) Responsabilidad

La dimensión *responsabilidad* aglutina seis *ítems* ordenados del mismo modo que los *ítems* de las tres dimensiones anteriores, en función de la calidad media del servicio (Cm), según indica según el cuadro nº 144:

Cuadro nº 144

Responsabilidad (ítems)	Expectativa media (Em)	Expectativa media ponderada (Emp)	Calidad media (Cm)	Calidad media ponderada (Cmp)
1	4,37	81,90	+0,46	+8,65
2	4,44	83,28	+0,52	+9,73
3	4,52	84,67	+0,52	+9,73
4	4,41	82,59	+0,60	+11,17
5	4,63	86,75	+0,65	+12,25
6	4,67	87,44	+0,83	+15,50
Total	**4,51**	**84,44**	**+0,60**	**+11,17**

1) Información sobre la prestación del servicio a los clientes de forma exacta por los asesores financieros.
2) Resolución de los problemas e imprevistos de los clientes con agilidad y eficacia por los asesores financieros.
3) Interés de los asesores financieros por ayudar a los clientes en sus consultas.
4) Dedicación por los asesores financieros del tiempo necesario a los clientes, sin discriminarles por razón de su situación financiera.
5) Explicación de las características de los productos (información financiera y fiscal) a los clientes con exactitud por los asesores financieros.
6) Lenguaje de los asesores financieros totalmente comprensible por los clientes.

Todos los *ítems* de esta dimensión superan la *zona de tolerancia*, con lo que la calidad del servicio recibido en función del esperado es manifiestamente mejorable, especialmente los aspectos que se refieren a la adecuación del leguaje empleado por los asesores financieros con sus clientes así como la explicación de las características de los productos (información financiera y fiscal) con exactitud por los asesores financieros.

Otros aspectos relevantes de la responsabilidad que desempeñan los asesores financieros son los siguientes: la dedicación del tiempo necesario a sus clientes sin discriminarles por razón de su situación financiera; el interés que demuestran por ayudarles en sus consultas; por la resolución de sus problemas e imprevistos con agilidad y eficacia; y la información de forma exacta sobre la prestación del servicio. Como hemos comentado, todos ellos suponen aspectos de calidad también mejorables.

4.2.1.5) Confiabilidad

La dimensión *confiabilidad* aglutina ocho *ítems ítems* ordenados del mismo modo que los *ítems* de las cuatro dimensiones anteriores, en función de la calidad media del servicio (Cm), según indica el cuadro nº 145:

Cuadro nº 145

Confiabilidad (ítems)	Expectativa media (Em)	Expectativa media ponderada (Emp)	Calidad media (Cm)	Calidad media ponderada (Cmp)
1	4,50	108,64	+0,17	+4,18
2	4,61	111,33	+0,38	+9,29
3	4,41	106,41	+0,40	+9,75
4	4,61	111,33	+0,56	+13,47
5	4,41	106,41	+0,62	+14,86
6	4,67	112,67	+0,65	+15,79
7	4,70	113,57	+0,69	+16,72
8	4,61	111,33	+0,73	+17,64
Total	**4,56**	**110,21**	**+0,53**	**+12,71**

1) Accesibilidad informativa y operativa de los canales telemáticos (telefónico, internet) de la entidad.
2) Oferta de productos financieros de la entidad adecuada a las necesidades de los clientes.
3) Información periódica, detallada y coherente de la entidad con la transmitida a los clientes por sus asesores financieros.
4) Cumplimiento de la prestación del servicio por parte de la entidad en el periodo de tiempo en el que se compromete a hacerlo.
5) Prestación del servicio a los clientes por la entidad sin errores de ninguna clase.
6) Información por la entidad de las comisiones, ventanas de liquidez y penalizaciones de los productos comercializados a los clientes desde el primer momento.
7) Promoción por la entidad del comportamiento ético de sus asesores financieros con los clientes.
8) Eficacia del procedimiento habilitado por la entidad para la resolución de quejas y reclamaciones de los clientes.

De los ocho *ítems* identificados, la calidad del servicio en cinco de ellos sería manifiestamente mejorable. Se encuentran en esta situación el cumplimiento de la prestación del servicio por la entidad en el periodo de tiempo en el que se compromete a hacerlo, y sin errores de ninguna clase; la información sobre comisiones, ventanas de liquidez y penalizaciones de los productos comercializados desde el primer momento; la promoción del comportamiento ético de sus asesores financieros; y la eficacia del procedimiento habilitado por la entidad para la resolución de reclamaciones y quejas de los clientes. Los tres *ítems* restantes se localizan en la *zona de tolerancia*, catalogado como calidad de servicio adecuada, según la metodología expuesta con antelación.

En resumen, los cinco *ítems* de la calidad de servicio esperado en función del recibido que son peor valorados por los hogares que invierten en fondos de nuestro segmento poblacional

de interés, de acuerdo a la relevancia que otorgan a las respectivas dimensiones de la calidad del servicio a las que pertenecen que se han identificado en nuestra investigación son los siguientes:

1º) *Eficacia del procedimiento habilitado por la entidad para la resolución de quejas y reclamaciones de los clientes* (Confiabilidad; Cmp = +17,64 puntos).
2º) *Promoción por la entidad del comportamiento ético por sus asesores financieros* (Confiabilidad; Cmp = +16,72 puntos).
3º) *Información por la entidad de las comisiones, ventanas de liquidez y penalizaciones de los productos comercializados desde el primer momento*
(Confiabilidad; Cmp = +15,79 puntos).
4º) *Lenguaje de los asesores financieros totalmente comprensible por los clientes* (Responsabilidad; Cmp = +15,50 puntos).
5º) *Prestación del servicio por la entidad sin errores de ninguna clase* (Confiabilidad; Cmp = +14,86 puntos).

Estas son áreas en las que, con una política mejora de procesos, las sociedades gestoras y entidades comercializadoras podrían conseguir retener mejor a sus clientes, o atraer a nuevos interesados.

4.2.2) Rentabilidad

De acuerdo a los resultados de nuestra investigación, según el cuadro nº 146, cuatro quintas partes de los hogares inversores en fondos tienen como objetivo alcanzar un nivel de rentabilidad anual superior al IPC; sin embargo, sólo una quinta parte de los mismos afirma que consigue satisfacer sus expectativas, con lo que esta faceta en la Industria es manifiestamente mejorable, por suponer una clara fuente de insatisfacción para los inversores, al menos en los últimos años.

Estos resultados corresponden al año 2014 (noviembre-diciembre), periodo en el que se realizó el cuestionario *ad-hoc* de nuestra investigación. En este sentido, la literatura empírica indica que la rentabilidad promedio ofrecida por el sector dista de ser óptima, pues se sitúa por debajo de sus *benchmarks* de referencia, como hemos comentado en la presente Tesis.

Es necesario comentar que actualmente los tipos de interés ultrabajos y la situación cuasi deflacionaria en la que nos encontramos, hace que la comparación de la rentabilidad de los fondos de inversión con la inflación sea menos evidente que en otras épocas más "normales", no afectadas por la *trampa de la liquidez*.

Aún así, la rentabilidad anualizada de las IIC de carácter financiero en 2014 superó en más dos puntos porcentuales al IPC armonizado español de ese mismo año (3,67% y 1,5%, respectivamente). Sin embargo, según INVERCO, con datos cerrados a septiembre de 2015, la rentabilidad media ponderada desde el inicio del año del conjunto de IIC de carácter financiero es negativa (-0,62%), similar a la evolución acumulada del IPC armonizado hasta esa misma fecha (-0,70%). Esta evolución supondrá, previsiblemente, intensificar la insatisfacción con la rentabilidad que mostraron los inversores.

Cuadro nº 146

Hogares inversores en fondos			
		Frecuencia	Porcentaje
¿Con qué rentabilidad anual de sus inversiones en fondos se sentiría satisfecho?			
	Similar al IPC	10	18,2%
	Superior al IPC	41	74,5%
	Muy superior al IPC	4	7,3%
	Total	**55**	**100%**
La rentabilidad obtenida por sus fondos de inversión se sitúa			
	Igual o por encima de las expectativas	11	21,6%
	Por debajo de las expectativas	40	78,4%
	Total	**51**	**100%**
A la hora de invertir en fondos, ¿compara las rentabilidades históricas de los fondos de su misma categoría inversora?			
	Siempre	23	40,4%
	A veces	13	22,8%
	Nunca	21	36,8%
	Total	**57**	**100%**
¿Cuál es la frecuencia con la que sigue la evolución de la rentabilidad de sus fondos?			
	Al menos semanalmente	17	29,8%
	Trimestralmente	21	36,9%
	Anualmente	19	33,3%
	Total	**57**	**100%**
¿Realizaría nuevas inversiones en fondos si ofreciesen una rentabilidad adicional extra? (Exclusivamente entre los que manifiestan una baja predisposición a invertir de nuevo)			
	Sí, por supuesto	3	25,0%
	No estoy seguro, tengo dudas	7	58,3%
	No, en absoluto	2	16,7%
	Total	**12**	**100%**

Frecuencia: Número de hogares.

A pesar de ello, únicamente el 40,4% de los hogares comparan en toda ocasión (siempre) sus rentabilidades históricas antes de invertir, y no llega al 30% el porcentaje de los mismos que realiza un seguimiento semanal (o con mayor periodicidad) de sus inversiones. Este colectivo se corresponde principalmente con los hogares inversores que tienen mayor patrimonio financiero y conocimiento sobre fondos de inversión.

El ofrecimiento de una rentabilidad adicional en forma de bonificación (por ejemplo, del 1% para nuevas suscripciones) resulta ser efectiva para el colectivo de hogares que manifiestan una baja predisposición a invertir de nuevo en fondos de inversión, puesto que el 25% de los mismos afirma que realizaría nuevas inversiones, haciendo dudar al 58,3% de los mismos. Por lo tanto, las campañas comerciales enfocadas en esta dirección tienen efectos unos positivos en las decisiones de los inversores desde el punto de vista de la industria de

fondos de inversión. Parece que la insatisfacción de este colectivo por la escasa rentabilidad no es muy alta, pues tan sólo con 1% de rentabilidad adicional modificaría la percepción de la mayoría del colectivo. En esta misma línea, determinadas entidades del sector vienen aplicando en la actualidad bonificaciones por nuevas suscripciones y traspasos de participaciones de fondos procedentes de otras entidades, con compromisos de permanencia.

4.2.3) Comisiones y gastos de gestión

Las comisiones y gastos de gestión tienen un impacto notable en la valoración de los inversores, según hemos comentado anteriormente a lo largo de la Tesis. Los resultados de nuestra investigación arrojan resultados llamativos. Por un lado, estas comisiones y gastos de gestión son considerados excesivos por el 41,2% de los hogares de nuestro segmento poblacional de interés; sin embargo, tan sólo un 36,8% de los hogares hacen un análisis de mercado antes de invertir, y comparan los honorarios que repercuten con otros fondos de su misma categoría inversora. Sorprendentemente, este porcentaje es incluso inferior al de hogares que contrastan las rentabilidades históricas (40,4%). El cuadro nº 147 detalla los resultados indicados.

Este resultado supone un importante contraste con el trabajo de comparación que los hogares realizan antes de efectuar otro tipo de inversiones (inmobiliarias, bienes de consumo duradero,...). Así, por ejemplo, para poder ahorrar unos cientos o miles de euros en la compra de un coche, un comprador potencial visitará como promedio 6,7 concesionarios. La competencia efectiva hace que el comprador haya visto, en el período 2011-2013, rebajado su precio con respecto al PVP recomendado en aproximadamente 3.600 euros como promedio (sobre un PVP promedio de 20.600)[362]. Si suponemos una vida media de once años, al poner en competencia a diferentes concesionarios, el comprador ha logrado una rebaja de 330 euros por año (MSI, 2014; DGT, 2014); una cifra similar de ahorro en la industria de fondos se lograría si el inversor promedio, con 100.000 euros invertidos, pudiera rebajar del 1% al 0,7% la comisión de gestión del fondo. Naturalmente, el poder del hogar en la fijación de precios es muy diferente en ambas industrias, con la industria financiera gozando de un poder mucho mayor para fijar los precios. Sin embargo, es llamativo el bajo porcentaje de hogares que comparan las comisiones. Asimismo, las comisiones de gestión aplicadas en media sobre las IIC de carácter financiero por las sociedades gestoras se han mantenido estabilizadas (0,98%) durante los dos últimos años (2013 y 2014), siendo las suscripciones netas de 23.912 y 35.924 millones de euros respectivamente (CNMV, 2014).

Cuadro nº 147

Hogares inversores en fondos			
		Frecuencia	Porcentaje
¿Cómo considera las comisiones y gastos de los fondos en los que invierte?			
	Razonables	8	15,7%
	Normales	22	43,1%
	Excesivos	21	41,2%
	Total	**51**	**100%**

[362] Naturalmente, habría que considerar que la profunda crisis que ha experimentado España ha llevado al sector de la distribución de coches a extremar la reducción de márgenes para poder seguir vendiendo.

Hogares inversores en fondos			
		Frecuencia	Porcentaje
A la hora de invertir en fondos, ¿compara las comisiones y gastos de gestión de los fondos de su categoría?			
	Siempre	21	36,8%
	A veces	15	26,3%
	Nunca	21	36,8%
	Total	**57**	**100%**
¿Toleraría un ligero aumento de las comisiones y gastos de gestión en los fondos en los que invierte? (Exclusivamente entre los que están satisfechos de forma global con la industria)			
	Sí, por supuesto	5	13,9%
	No estoy seguro, tengo dudas	13	36,1%
	No, en absoluto	18	50,0%
	Total	**36**	**100%**
A la hora de invertir en fondos, ¿la limitación establecida por las ventanas de liquidez (permiten disponer de su inversión a valor de mercado en un periodo de tiempo concreto) o la penalización aplicada a la hora de recuperar su inversión de forma anticipada suponen una barrera de entrada importante?			
	Sí, por supuesto	36	65,5%
	No estoy seguro, tengo dudas	10	18,2%
	No, en absoluto	9	16,3%
	Total	**55**	**100%**
¿Realizaría nuevas inversiones en fondos si minorasen sus comisiones y gastos de gestión? (Exclusivamente entre los que manifiestan una baja predisposición a invertir de nuevo)			
	Sí, por supuesto	5	41,6%
	No estoy seguro, tengo dudas	5	41,6%
	No, en absoluto	2	16,7%
	Total	**12**	**100%**

Frecuencia: Número de hogares.

A su vez, entre los hogares satisfechos con la industria de fondos de inversión, el 50,0% manifiesta que no toleraría en modo alguno un incremento de las comisiones y gastos de gestión; mientras que la otra mitad, al menos, no lo rechazaría de plano.

Del mismo modo, entre los hogares que manifiestan una baja predisposición a invertir de nuevo en fondos de inversión, el 41,6% estaría dispuesto a hacerlo de nuevo siempre que sus comisiones y gastos de gestión se minoren (por ejemplo, una reducción del 0,50% para nuevas suscripciones ofrecida en una campaña comercial), el mismo porcentaje de quienes al menos dejarían abierta la posibilidad de considerarlo. Esto contrasta con la reacción de estos mismos hogares si se les ofrece una rentabilidad extra del 1%. Según hemos indicado anteriormente, hay un 16,7% de inversores defraudados que, ni por una medida ni por otra reconsiderarían su decisión de abandonar la Industria. Sin embargo, entre el 83,3% restante que se replantearía su decisión ante una modificación de la oferta de la SGIIC, parece que la rebaja de comisiones tiene un efecto más potente que la rentabilidad extra (sólo convence sin lugar a dudas a un 25%).

Coherentemente con la valoración que se le ha otorgado a la liquidez, dos tercios de los hogares inversores en fondos afirman que la limitación establecida por ventanas de liquidez o penalizaciones que sean de aplicación a la hora de poder recuperar la inversión de forma anticipada, constituyen barreras de entrada que influirían en su decisión. El número de fondos que exige alguno de estos requisitos es muy reducido en comparación con la amplísima variedad de fondos de inversión existente en el mercado. Sin embargo, para este tipo de productos parece claro que la Industria debería ofrecer una mejor rentabilidad-riesgo, unas menores comisiones, una mejor información,… para poder compensar al inversor por esta característica negativa.

5) Resultados de las hipótesis de trabajo

Una vez presentadas las respuestas obtenidas por los hogares que han participado en nuestra investigación, pasamos a analizar la relación entre los diferentes *ítems*, e intentamos determinar qué grupos pueden resultar más interesantes para la industria de fondos de inversión.

En primer lugar, vamos a determinar si los colectivos que ahorran son también los que poseen un mayor patrimonio financiero. Para ello, definimos las siguientes hipótesis, nula y alternativa, que procedemos a contrastar.

H_0. No existe relación entre el ratio del ahorro sobre la renta bruta anual del hogar y su patrimonio financiero.

H_1. Existe una relación positiva entre el ratio del ahorro sobre la renta bruta anual del hogar y su patrimonio financiero.

Para contrastar esta hipótesis, generamos una tabla de contingencia con los 170 hogares para los que tenemos datos completos. Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en la misma (Sig. 0,007)[363] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la existencia de la relación definida en la hipótesis H_1.

El aumento del ahorro familiar sobre la renta bruta anual se traduce en un mayor patrimonio financiero a medio plazo, siempre que las inversiones estén escogidas con acierto. Este resultado es coherente con la relación entre el ahorro familiar y la adquisición neta de activos financieros de los hogares contrastada en el primer bloque de la Tesis. Es posible también interpretar estos datos como que los mayores patrimonios tendrán rentas mayores y, si su patrón de consumo no se ve afectado de forma radical, podrán ahorrar más.

La segunda hipótesis que queremos contrastar es si existe relación entre el patrimonio financiero y la inversión en fondos. Podemos pensar que para patrimonios no extraordinariamente grandes, cuanto mayor patrimonio se tenga, más se preferirá invertir en activos financieros de inversión, y que los fondos serán preferidos a la inversión directa en renta fija o acciones al ofrecer una mayor diversificación y una gestión profesional. Los patrimonios pequeños, por el contrario, tendrán un mayor peso de otros productos financieros (depósitos, etc.) más ligados a una disponibilidad mayor.

En cambio, para los muy ricos es difícil tener una hipótesis de partida: por un lado, es razonable creer que serán propietarios (accionistas mayoritarios) de grandes empresas en las que querrán influir en la gestión, por lo que necesitarán tener acciones en propiedad. Al mismo tiempo, el uso de numerosas SICAVs permite que se puedan poseer estas acciones, aún cuando contradicen el espíritu de la ley al ser de hecho formas de inversión familiar y no instrumentos de inversión colectiva. En cualquier caso, este hecho no es muy relevante al no tener en nuestra muestra un número significativo de familias muy ricas que puedan desvirtuar el análisis. Por ello, las hipótesis de este segundo contraste son las siguientes:

[363] Ver apéndice nº 34.

H_0. No existe relación entre el volumen de patrimonio financiero del hogar y el peso de los fondos de inversión en su cartera financiera.

H_2. Existe una relación positiva entre el volumen de patrimonio financiero del hogar y el peso de los fondos de inversión en su cartera financiera.

El cuadro nº 148 describe con carácter previo al estudio de la hipótesis de relación definida H_2 la distribución del peso que tienen los activos financieros en la cartera financiera de los hogares:

Cuadro nº 148

Peso en la cartera financiera del hogar		**Depósitos**		**Planes pensiones y seguros de ahorro**		**Activos financieros de inversión**	
		Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar
Patrimonio financiero (1)	Entre 20 mil y 100 mil euros (2)	47,51	26,64	22,33	19,02	30,74	20,88
	Más de 100 mil euros (3)	29,46	24,65	23,11	19,36	45,99	29,84
	Total hogares (4)	39,02	27,19	22,70	19,15	37,92	26,54

(1) Hace referencia al volumen del patrimonio financiero del hogar (cuentas corrientes, depósitos, productos de renta fija, acciones, fondos de inversión, planes de pensiones, seguros de ahorro,...). Frecuencia: Número de hogares. (2) 90 hogares. (3) 80 hogares. (4) 170 hogares. Media: Datos en porcentaje (%).

Mientras los planes de pensiones y seguros de ahorro tienden a mantener un porcentaje similar de la cartera financiera del hogar con independencia del nivel de patrimonio financiero del que dispongan, los depósitos y activos financieros de inversión muestran un trasvase evidente en función de cual sean sus niveles de patrimonio financiero identificados en nuestra investigación realizada, entre 20 mil y 100 mil euros, y más de 100 mil euros.

En los hogares con mayor nivel de patrimonio financiero, el peso de los depósitos en su cartera financiera (30,74%) es inferior al peso de los activos financieros de inversión (45,99%). En cambio, en los de nivel inferior, ocurre lo contrario, el peso de los depósitos (47,51%) supera al de los activos financieros de inversión (29,46%).

Centrándonos en la industria de fondos de inversión, la relación definida en la hipótesis H_2 analiza el peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar en función de los niveles de patrimonio financiero identificados en nuestra investigación, entre 20 mil y 100 mil euros, y más de 100 mil euros.

De acuerdo a la metodología del análisis de varianza para la comparación de medias especificada anteriormente en la explicación de la metodología de nuestra investigación, los resultados de la prueba de *Levene* indican que las varianzas de los dos niveles de patrimonio financiero del hogar identificados no son homogéneas (Sig. 0,000)[364], y la de *Kolmogorov-Smirnov* que la distribución del peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del

[364] Véase apéndice nº 35.

hogar no sigue una distribución normal (Sig. 0,000)[365]. En consecuencia, no se cumplen las condiciones necesarias para realizar una prueba paramétrica de comparación de medias del peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar mediante el método de análisis de varianza de *Fisher* (ANOVA)[366] de un factor de agrupación (patrimonio financiero del hogar).

Por lo tanto, realizamos la prueba no paramétrica de *U de Mann-Whitney*[367], que sugiere que existe una diferencia significativa (Sig. 0,007)[368] entre las medias del peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar para los dos niveles de patrimonio financiero identificados. Sus resultados son los siguientes:

En este sentido, las medias del peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar distribuidas por niveles de patrimonio financiero se detallan en el cuadro nº 149:

Cuadro nº 149

Patrimonio financiero del hogar (1)		**Estadísticas**
Entre 20 mil y 100 mil euros	Frecuencia (2)	90
	Media (3)	2,66
	Desviación estándar	6,677
Más de 100 mil euros	Frecuencia (2)	80
	Media (3)	11,39
	Desviación estándar	20,951
Total	Frecuencia (2)	170
	Media (3)	6,76
	Desviación estándar	15,741

(1) Hace referencia al volumen del patrimonio financiero del hogar (cuentas corrientes, depósitos, productos de renta fija, acciones, fondos de inversión, planes de pensiones, seguros de ahorro,...). (2) Frecuencia: Número de hogares. (3) Media: Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar (%).

Asimismo, la relación definida en la hipótesis H_2 se analiza a través de una tabla de independencia en la que se distribuye el peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar en cuatro tramos iguales (percentiles).

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,001)[369] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_2.

Las siguientes hipótesis a testar continúan con la relación entre el patrimonio familiar y diferentes características de la inversión en fondos.

[365] Véase apéndice nº 35.
[366] La prueba de *Fisher* sería de aplicación para los dos niveles del factor de patrimonio financiero del hogar (entre 20 mil y 100 mil euros, y más de 100 mil euros), en caso de cumplirse los requisitos detallados anteriormente en la explicación de la metodología de nuestra investigación.
[367] La prueba de *U de Mann-Whitney* es de aplicación para los dos niveles del factor del factor de patrimonio financiero del hogar (entre 20 mil y 100 mil euros, y más de 100 mil euros).
[368] Véase apéndice nº 35
[369] Véase apéndice nº 35.

H_0. No existe relación entre el volumen de patrimonio financiero del hogar y el importe de su aportación inicial (primera vez) a un fondo de inversión.

H_3. Existe una relación positiva entre el volumen de patrimonio financiero del hogar y el importe de su aportación inicial (primera vez) a un fondo de inversión.

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,000)[370] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la existencia de la relación definida en la hipótesis H_3.

Más interesante para nuestro estudio es la relación entre la educación financiera y la inversión en fondos. Entendemos que cuanto mayor sea el conocimiento sobre el sector financiero, más fácilmente las ventajas de los fondos (diversificación de riesgo, gestión profesional,…) determinarán que sea el producto de inversión preferente. Así, presentamos las siguientes hipótesis que contrastamos a continuación:

H_0. No existe relación entre el nivel de conocimiento financiero del hogar sobre fondos de inversión y el peso que tienen en su cartera financiera.

H_4. Existe una relación positiva entre el nivel de conocimiento financiero del hogar sobre fondos de inversión y el peso que tienen en su cartera financiera.

Siguiendo la metodología de la hipótesis H_2, los resultados de la prueba de *Levene* indican que las varianzas de los tres niveles de conocimiento financiero del hogar identificados en nuestra investigación (alto medio y bajo) no son homogéneas o iguales (Sig. 0,000)[371] y la de *Kolmogorov-Smirnov* en la que el peso de los fondos de inversión en su cartera financiera no sigue una distribución normal (Sig. 0,000)[372], con lo que no se cumplen las condiciones necesarias para la realización de una prueba paramétrica de comparación de medias del peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar mediante el método de análisis de varianza de *Scheffle* (ANOVA)[373] de un factor de agrupación (conocimiento financiero del hogar).

De tal manera que, realizamos la prueba no paramétrica de *Kruskal Wallis*[374], que sugiere la existencia de una diferencia significativa (Sig. 0,000)[375] en las medias del peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar para los niveles de conocimiento financiero identificados anteriormente. Sus resultados son los siguientes:

Así, el cuadro nº 150 detalla las medias del peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar distribuidas por niveles de conocimiernto financiero:

[370] Véase apéndice nº 36.
[371] Véase apéndice nº 37.
[372] Véase apéndice nº 37.
[373] La prueba de *Scheffle* sería de aplicación para los tres niveles del factor de conocimiento financiero del hogar (alto, medio y bajo), en caso de cumplirse los requisitos necesarios detallados anteriormente en la explicación de la metodología de nuestra investigación.
[374] La prueba de *Kruskal Wallis* es de aplicación para los tres niveles del factor de conocimiento financiero del hogar (alto, medio y bajo).
[375] Véase apéndice nº 37.

Cuadro nº 150

Nivel de conocimiento financiero del hogar sobre fondos de inversión		Estadísticas
Bajo	Frecuencia (1)	79
	Media (2)	1,10
	Desviación estándar	4,645
Medio	Frecuencia (1)	69
	Media	9,28
	Desviación estándar	15,838
Alto	Frecuencia (1)	22
	Media (2)	19,23
	Desviación estándar	28,239
Total	Frecuencia (1)	170
	Media (2)	6,76
	Desviación estándar	15,741

(1) Frecuencia: Número de hogares.
(2) Media: Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar (%).

Asimismo, la relación definida en la hipótesis H_4 se analiza a través de una tabla de independencia en la que se distribuye el peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar en cuatro tramos iguales (percentiles). Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,000)[376] rechazan la hipótesis nula (H_0) y, por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_4.

En este sentido, para que la industria de fondos de inversión se desarrolle en mayor medida es necesario que se potencie la educación financiera y, de este modo, los clientes estarán más familiarizados con los conceptos básicos de las finanzas.

Uno de los efectos de la crisis financiera es que seguramente los hogares son más conscientes de que los productos financieros pueden provocar importantes pérdidas de patrimonio, y que, en algunos casos, los productos están manipulados o tienen características que se alejan de lo que buscan los inversores. Por ello, podemos prever un incremento del interés en los productos financieros, y esperar que este mayor conocimiento tenga un impacto en cómo invierten. Por ello, hemos planteado las siguientes hipótesis.

H_0. No hay cambios recientes en el interés del hogar por conocer las características de los productos financieros que contrata y/o no está relacionado con cambios en cómo invierten.

H_5. A raíz de la crisis de 2007 existe una relación positiva entre el interés del hogar por conocer las características de los productos financieros que contrata y el cambio que manifiestan en cómo invierten.

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,002)[377] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la

[376] Véase apéndice nº 37.
[377] Véase apéndice nº 38.

veracidad de la hipótesis H_5. Además, los hogares afirman haber modificado su forma de invertir, siendo ahora más conservadores que antes de la crisis.

Los hogares podrían limitar la asunción de riesgo al máximo en las inversiones que realizan a través de activos de renta fija, acciones, y participaciones en fondos de inversión (activos financieros de inversión), incluso hasta llegar a ser prácticamente nula, por ejemplo, activos de deuda pública a corto plazo de Estados soberanos de elevadas calificaciones crediticias, pero de igual modo, flexibilizarla mediante la inversión en compañías privadas que son calificadas de alto riesgo, con lo que la posibilidad de perder el capital invertido aumenta de forma significativa.

En el caso de los fondos de inversión, sus posibilidades son aún mayores, según hemos comentado anteriormente a lo largo de la Tesis, lo que les permite, si así lo consideran, asumir posiciones de riesgo, tanto conservadoras como agresivas, de tal modo que su abanico de posibilidades es muy amplio. Por lo tanto, los fondos de inversión tienen la capacidad de responder de forma adecuada al criterio que manifiestan los hogares a la hora de invertir (tolerancia al riesgo) mediante las cuatro opciones identificadas con antelación en el análisis descriptivo de los resultados: no asumir nigún riesgo de pérdida de capital; asumir un pequeño riesgo de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad baja; asumir un riesgo medio de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad media; y asumir un riesgo alto de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad alta.

Nuestra hipótesis a contrastar es que los inversores en fondos asumen más riesgo.

H_0. No existe relación entre el peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar y su tolerancia al riesgo.

H_6. Existe una relación positiva entre el peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar y su tolerancia al riesgo.

Siguiendo la misma metodología de las hipótesis H_2 y H_4, los resultados de la prueba de *Levene* indican que las varianzas de las cuatro opciones (grupos) de los hogares a la hora de invertir no son homogéneas o iguales (Sig. 0,000)[378] y la de *Kolmogorov-Smirnov* que el peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar no sigue una distribución normal (Sig. 0,000)[379], con lo que no se cumplen las condiciones para realizar una prueba paramétrica de comparación de medias del peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar mediante el método de análisis de varianza de *Scheffle*[380] de un factor de agrupación (tolerancia al riesgo).

De tal modo, realizamos la prueba no paramétrica de *Kruskal Wallis*[381], que sugiere la existencia de una diferencia significativa (Sig. 0,000)[382] en las medias del peso de los fondos

[378] Véase apéndice nº 39.
[379] Véase apéndice nº 39.
[380] La prueba de *Scheffle* sería de aplicación para las cuatro opciones (grupos) del factor de la tolerancia al riesgo a la hora de invertir de los hogares identificados en caso de cumplirse los requisitos necesarios detallados anteriormente en la explicación de la metodología de nuestra investigación.
[381] La prueba de *Kruskal Wallis* es de aplicación para las cuatro opciones (grupos) del factor de la tolerancia al riesgo a la hora de invertir de los hogares.
[382] Véase apéndice nº 39.

de inversión en la cartera financiera del hogar para las cuatro opciones (grupos) de los hogares a la hora de invertir identificadas anteriormente en nuestra investigación:

Así, el cuadro nº 151 detalla las medias del peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar distribuidas en función de su criterio a la hora de invertir:

Cuadro nº 151

¿Cuál de los siguientes criterios se ajusta más a su idea de invertir?		**Estadísticas**
No asumiría ningún riesgode pérdida de capital	Frecuencia (1)	45
	Media (2)	1,20
	Desviación estándar	6,402
Asumiría un pequeño riesgo de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad baja	Frecuencia (1)	71
	Media (2)	5,72
	Desviación estándar	15,265
Asumiría un riesgo medio de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad media	Frecuencia (1)	51
	Media (2)	12,45
	Desviación estándar	19,808
Asumiría un riesgo alto de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad alta	Frecuencia (1)	3
	Media (2)	18,33
	Desviación estándar	17,559
Total	Frecuencia (1)	170
	Media (2)	6,76
	Desviación estándar	15,741

(1) Frecuencia: Número de hogares.
(2) Media: Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar (%).

Asimismo, la relación definida en la hipótesis H_6 se contrasta a través de una tabla de contingencia en la que se distribuye el peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar en cuatro tramos iguales (percentiles). Los resultados de los estadísticos de independencia empleados (Sig. 0,001)[383] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_6.

Este resultado puede estar relacionado con el hecho de que hemos comprobado que los hogares con mayores patrimonios son los que más invierten en fondos. Podemos entender que es más fácil que un hogar con un patrimonio muy importante asuma un riesgo de pérdida elevado, pues incluso si se materializase el riesgo y ocurriera una pérdida significativa, el capital restante seguiría siendo elevado. Para patrimonios menores, una pérdida significativa podría reducirlo a valores poco relevantes.

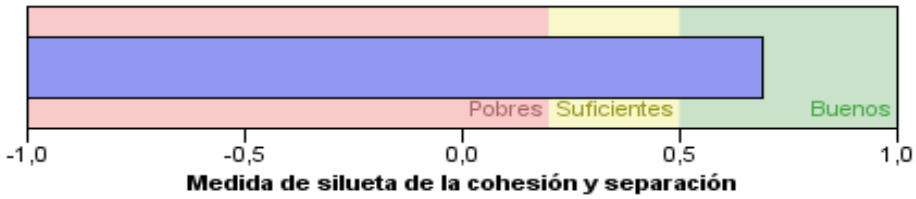
Una vez analizadas estas primeras seis hipótesis, hacemos un análisis de conglomerados de los hogares que han participado en nuestro estudio. Para ello, en base a los resultados alcanzados en estas hipótesis los hogares que invierten en fondos se concentran en cinco grupos (clústeres) perfectamente diferenciados. Utilizamos para realizar este análisis de conglomerados el programa estadístico SPSS (versión 22). La validez del modelo que se presenta se refrenda gráficamente de la siguiente manera:

[383] Véase apéndice nº 39.

Resumen del modelo

Algoritmo	Dos fases
Entradas	3
Agrupaciones	5

Calidad de clústeres



Así, los resultados del análisis de los conglomerados sobre el comportamiento financiero de los hogares se distribuyen en cinco clústeres, según detalla el cuadro nº 152:

Cuadro nº 152

		Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar	
		Frecuencia	Porcentaje
Clústeres	1	39	22,9%
	2	45	26,5%
	3	19	11,2%
	4	28	16,5%
	5	34	20,0%
	Valor atípico	5	2,9%
Total		**170**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

Los grupos (clústeres) 1 y 2 son ligeramente más numerosos (22,9% y 26,5% respectivamente) que los demás, habiendo cinco hogares "atípicos" que no encajan en ningún grupo. El clúster 2 incluye los hogares con un volumen de patrimonio financiero menor de 100 mil euros, al igual que el clúster 1. Sin embargo, la diferencia se observa en el menor peso que tienen los fondos de inversión en su cartera financiera (1,267% versus 4,667%) precisamente por ser bajo el nivel de conocimiento financiero sobre los fondos de inversión de los hogares del clúster 1, mientras que éste es de nivel medio entre los del clúster 2.

Los grupos (clústeres) 4 y 5 incluyen los hogares con un volumen de patrimonio financiero mayor de 100 mil euros. El peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar del clúster 5 es residual (0,882%), a diferencia del clúster 4, que ocupa la primera

posición entre los cinco clústeres (11,714%). Sin duda, el hecho de que el nivel de conocimiento financiero sobre fondos es medio en el clúster 4 y bajo en el clúster 5, explica esta diferencia.

El clúster 3 refuerza la importancia del nivel de conocimiento financiero del hogar sobre los fondos de inversión, en este grupo alto, con relación al peso de los mismos en su cartera financiera (9,737%), sólo por detrás del clúster 4 en importancia, con independencia de su volumen de patrimonio financiero. Los resultados se detallan en el cuadro nº 153:

Cuadro nº 153

		Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar	
		Media	Desviación estándar
Clústeres	1	4,667	7,9879
	2	1,267	5,3445
	3	9,737	13,3826
	4	11,714	16,5302
	5	,882	3,5825
	Valor atípico	73,600	17,8129
	Combinado	6,765	15,7406

Patrimonio financiero del hogar					
		Menos de 100 mil euros		Más de 100 mil euros	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
Clústeres	1	39	43,3%	0	0,0%
	2	45	50,0%	0	0,0%
	3	6	6,7%	13	16,3%
	4	0	0,0%	28	35,0%
	5	0	0,0%	34	42,5%
	Valor atípico	0	0,0%	5	6,3%
	Combinado	90	100,0%	80	100,0%

Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión							
		Bajo		Medio		Alto	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
Clústeres	1	0	0,0%	39	56,5%	0	0,0%
	2	45	57,0%	0	0,0%	0	0,0%
	3	0	0,0%	0	0,0%	19	86,4%
	4	0	0,0%	28	40,6%	0	0,0%
	5	34	43,0%	0	0,0%	0	0,0%
	Valor atípico	0	0,0%	2	2,9%	3	13,6%
	Combinado	79	100,0%	69	100,0%	22	100,0%

Media: Datos en porcentaje (%). Frecuencia: Número de hogares.

En definitiva, un nivel de conocimiento financiero bajo del hogar supone un patrón de comportamiento financiero muy similar en el que la presencia de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar es muy reducida, prácticamente testimonial, con independencia de su patrimonio financiero. Así, cuando su nivel de conocimiento financiero mejora (niveles medio y alto), la influencia del patrimonio financiero es mayor, con lo que el peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar aumenta. De tal modo, podemos concluir que la educación financiera es fundamental para el desarrollo de la industria de fondos de inversión, como hemos comentado anteriormente a lo largo de la Tesis, puesto que influye de forma evidente en el comportamiento financiero del hogar a la hora de canalizar o no su patrimonio financiero en fondos de inversión.

El menor conocimiento financiero sobre los fondos de inversión (en comparación con otros productos financieros) que indican tener los hogares de nuestro segmento poblacional de interés (de acuerdo a las respuestas de la pregunta nº 8 de la encuesta) supone para los inversores potenciales una barrera de entrada en la industria de fondos. Es cierto que la desconfianza que les puede generar su desconocimiento se puede mitigar, al menos, parcialmente, por la labor de asesoramiento financiero que practica la propia Industria, tanto la que procede directamente de las propias sociedades gestoras y entidades comercializadoras como la de otras fuentes adicionales (asesores independientes, medios de comunicación o *internet*, entre otras).

Una vez concluido el análisis de las seis primeras hipótesis relacionadas con el comportamiento financiero de los hogares, pasamos a presentar y contrastar una serie de hipótesis sobre cómo pueden mejorar los hogares su conocimiento financiero (con independencia de la formación académica en finanzas que hayan adquirido previamente) y qué impacto tiene en su capacidad de asumir pérdidas.

De hecho, si pensamos que la experiencia es un factor relevante para adquirir conocimiento, el tiempo puede jugar a favor de la Industria, de tal manera que, la experiencia inversora de los hogares que poseen fondos de inversión, medida por el número de años que llevan invirtiendo, atempera al menos parcialmente, su déficit inicial de conocimiento financiero sobre los mismos. Proponemos, entonces las siguientes hipótesis nula y alternativa:

H_0. No existe relación entre la experiencia inversora del hogar en fondos de inversión y su nivel de conocimiento financiero sobre éstos.

H_7. Existe una relación positiva entre la experiencia inversora del hogar en fondos de inversión y su nivel de conocimiento financiero sobre éstos.

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,020)[384] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_7.

Del mismo modo, los hogares que realizan un seguimiento de su inversión en fondos de inversión con una mayor frecuencia son los que están mejor informados, y por lo tanto, los que manifiestan un mayor conocimiento financiero de los mismos, según se desprende de la relación definida a continuación en la hipótesis H_8.

[384] Ver apéndice nº 40.

H_0. No existe relación entre el nivel de conocimiento financiero del hogar sobre fondos de inversión y la frecuencia en el seguimiento de su inversión.

H_8. Existe una relación positiva entre el nivel de conocimiento financiero del hogar sobre fondos de inversión y la frecuencia en el seguimiento de su inversión.

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,030)[385] rechazan la hipótesis nula (H_0) y sugieren la existencia de la relación definida en la hipótesis H_8. Parece, por tanto, que los hogares que más invierten en fondos, precisamente los que mayor conocimiento financiero tienen, se informan con frecuencia sobre la situación de su inversión.

Por lo tanto, la experiencia inversora y la frecuencia con la que siguen sus inversiones en fondos de inversión los hogares de nuestro segmento poblacional de interés influyen en el nivel de conocimiento financiero que tienen sobre los mismos.

Asimismo, las relaciones definidas a continuación reflejan ciertos aspectos de su comportamiento financiero relacionados con su interés por recabar información para la toma de sus decisiones financieras.

***H_0. No existe relación entre la comparación que realiza el hogar de las rentabilidades históricas a la hora de invertir en fondos de inversión y la frecuencia en el seguimiento de sus inversiones*.**

***H_9. Existe una relación positiva entre la comparación que realiza el hogar de las rentabilidades históricas a la hora de invertir en fondos de inversión y la frecuencia en el seguimiento de sus inversiones*.**

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,000)[386] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_9.

Los hogares que tienen un mayor interés por informarse a la hora de seleccionar fondos de inversión hacia los que canalizar su ahorro, realizan un seguimiento de sus inversiones con mayor frecuencia. El interés por informarse, por ejemplo, se puede comprobar a través de la comparación de las rentabilidades históricas de los fondos de inversión de la misma categoría inversora.

Entre la información que los hogares inversores pueden buscar, se encuentra la de comparar las comisiones y gastos de gestión. Podemos pensar que los hogares que tienen interés en comparar las rentabilidades históricas de los fondos, pueden tener también interés en comparar la información sobre comisiones.

[385] Véase apéndice nº41.
[386] Véase apéndice nº 42.

H_0. No existe relación entre la comparación que realiza el hogar de las rentabilidades históricas a la hora de invertir en fondos de inversión y la de sus comisiones y gastos de gestión.

H_{10}. Existe una relación positiva entre la comparación que realiza el hogar de las rentabilidades históricas a la hora de invertir en fondos de inversión y la de sus comisiones y gastos de gestión.

Del mismo modo que en la hipótesis anterior, los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,000)[387] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_{10}.

En efecto, el conocimiento financiero ayuda al hogar a tomar decisiones financieras con mayores posibilidades de éxito, especialmente a la hora de seleccionar fondos de inversión en los que canalizar su ahorro, según los resultados alcanzados en las relaciones definidas en las hipótesis anteriores.

Otro aspecto esencial del comportamiento financiero del hogar es su perfil de riesgo, como hemos indicado anteriormente. La relación entre la pérdida de capital asumible y la expectativa de rentabilidad debería ser positiva. En la hipótesis H_{11} comprobamos si efectivamente ocurre así.

H_0. No existe relación entre la expectativa de rentabilidad con la que se sentiría satifecho el hogar que invierte en fondos de inversión y la pérdida de capital que estaría dispuesto a asumir en sus inversiones.

H_{11}. Existe una relación positiva entre la expectativa de rentabilidad con la que se sentiría satifecho el hogar que invierte en fondos de inversión y la pérdida de capital que estaría dispuesto a asumir en sus inversiones.

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,001)[388] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_{11}.

El comportamiento financiero de los hogares que invierten en fondos de inversión tiene como fin último, en términos generales, alcanzar la satifacción máxima posible con sus decisiones financieras, siendo la rentabilidad y la calidad del servicio, según hemos comentado anteriormente en la Tesis, sus principales determinantes.

Comprobamos que el peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar no influye en su satisfación global, ni tampoco lo hace su perfil de riesgo.

Para ello, efectuamos un nuevo análisis de conglomerados en el que relacionamos la satisfacción de los inversores con el peso que tienen los fondos de inversión en su cartera financiera y con la capacidad de asumir pérdidas en sus inversiones. Los resultados alcanzados se presentan en el cuadro nº 154:

[387] Véase apéndice nº 43.
[388] Véase apéndice nº 44.

Cuadro nº 154

Distribución de clúster			
		Frecuencia	Porcentaje
Clústeres	A	10	19,6%
	B	7	13,7%
	C	8	15,7%
	D	11	21,6%
	E	15	29,4%
	Valor atípico	0	0,0%
Total		**51**	**100,0%**

Satisfacción global con la industria de fondos de inversión					
		Satisfecho		No satisfecho	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
Clústeres	A	10	27,8%	0	0,0%
	B	0	0,0%	7	46,7%
	C	0	0,0%	8	53,3%
	D	11	30,6%	0	0,0%
	E	15	41,7%	0	0,0%
	Combinado	36	100,0%	15	100,0%

Centroides			
		Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar	
		Media	Desviación estándar
Clústeres	A	18,50%	17,488
	B	24,86%	30,312
	C	11,87%	14,623
	D	19,91%	32,749
	E	15,67%	20,430
	Combinado	17,80%	23,273

¿Cuál es el porcentaje del capital invertido en fondos cuya pérdida estaría dispuesta a asumir?							
		Menos del 5%		Entre el 5% y el 10%		Más de 10%	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
Clústeres	A	0	0,0%	0	0,0%	10	76,9%
	B	0	0,0%	4	21,1%	3	23,1%
	C	8	42,1%	0	0,0%	0	0,0%
	D	11	57,9%	0	0,0%	0	0,0%
	E	0	0,0%	15	78,9%	0	0,0%
	Combinado	19	100,0%	19	100,0%	13	100,0%

Media: Datos en porcentaje (%). Frecuencia: Número de hogares.

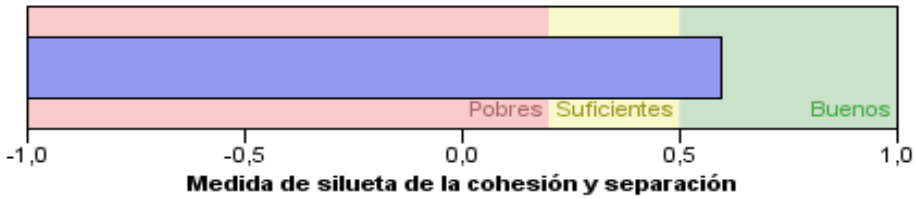
Como se puede observar, los hogares de los clústeres A, D y E manifiestan sentirse satisfechos en términos generales con la Industria, pero el porcentaje del capital invertido en fondos de inversión cuya pérdida están dispuestos a asumir oscila, los que asumen un menor riesgo (menos del 5% de pérdida, clúster D), un mayor riesgo (entre el 5 y el 10%, clúster E), y por último, los más arriesgados (más del 10%, clúster A), siendo el peso de los fondos en su cartera financiera del 18,50% (clúster A), 19,91% (clúster D) y 15,67% (clúster E). Asimismo, entre los hogares no satisfechos, están dispuestos a asumir una pérdida de capital menor del 5% (clúster C) pero también mayor (entre el 5 y el 10%, clúster B), observándose diferencias en el peso de los fondos en su cartera financiera (11,87% del clúster C y 24,86% del clúster B).

Estos resultados confirman, por lo tanto, nuestro planteamiento inicial: el peso de los fondos de inversión de la cartera financiera del hogar no está acompañado de una mayor o menor satisfacción global, al igual que tampoco le afecta el perfil de riesgo del hogar, medido como pérdida de capital que está dispuesto a asumir en sus inversiones. La bondad de este modelo se refrenda gráficamente con el programa estadístico SPSS (versión 22) de la siguiente manera:

Resumen del modelo

Algoritmo	Dos fases
Entradas	3
Agrupaciones	5

Calidad de clústeres



En consecuencia, antes de analizar la satisfacción global de los hogares con la industria de fondos de inversión, definimos la relación entre su rentabilidad y sus comisiones y gastos de gestión desde el punto de vista de sus diferencias entre percepciones y expectativas, de acuerdo a la relación definida en la hipótesis H_{12}.

H_0. La rentabilidad obtenida por los fondos de inversión por encima de las expectativas que tenía el hogar en el momento de invertir no favorece la aceptación de las comisiones y gastos de gestión que asume.

H_{12}. La rentabilidad obtenida por los fondos de inversión por encima de las expectativas que tenía el hogar en el momento de invertir favorece la aceptación de las comisiones y gastos de gestión que asume.

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,001)[389] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_{12} en sentido positivo o directo, de tal modo que, cuando la rentabilidad percibida por el hogar supera a la esperada, la percepción sobre sus comisiones y gastos de gestión son considerados razonables. En cambio, cuando ocurre lo contrario, son excesivos.

Centrándonos en la satisfacción global del hogar, las relaciones definidas a continuación acreditan la influencia de la rentabilidad, y las comisiones y gastos de gestión de los fondos de inversión, y de la calidad del servicio de las sociedades gestoras y las entidades comercializadoras.

Según hemos comentado anteriormente a lo largo de la Tesis, la rentabilidad obtenida por los inversores en sus fondos de inversión influye en sus decisiones financieras. Podemos pensar que esta influencia será aún mayor si la rentabilidad obtenida consigue igualar o superar las expectativas que los inversores tienen depositadas en el "buen hacer" de la Industria. Del mismo modo, si por el contrario no lo logran, esto influirá en sus decisiones financieras al condicionar, lógicamente, su satisfacción global con la Industria (en este caso, negativamente). El planteamiento indicado se contrasta mediante la hipótesis H_{13}:

H_0. A medida que la rentabilidad obtenida por los fondos de inversión mejora con respecto a las expectativas que tenía el hogar en el momento de invertir, no hay efecto en la satisfacción global con la Industria.

H_{13}. A medida que la rentabilidad obtenida por los fondos de inversión mejora con respecto a las expectativas que tenía el hogar en el momento de invertir, mayor será su satisfacción global con la Industria.

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados[390] en una tabla de contingencia (Sig. 0,039)[391] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_{13}.

H_0. No existe relación entre la aceptación de las comisiones y gastos de gestión de los fondos de inversión que asume el hogar, y su satisfacción global con la Industria.

H_{14}. A medida que mejora la aceptación de las comisiones y gastos de gestión de los fondos de inversión que asume el hogar, mayor será su satisfacción global con la Industria.

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados[392] en una tabla de contingencia (Sig. 0,013)[393] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_{14} en sentido positivo o directo.

[389] Véase apéndice nº 45.
[390] Consideramos la relación definida en la hipótesis H_{13} como unilateral y unidireccional, desde la rentabilidad hacia la satisfacción siempre en sentido positivo o directo. Aún así, empleamos estadísticos de independencia en sentido bilateral por ser más exigentes a la hora de rechazar la hipótesis nula (H_0).
[391] Véase apéndice nº 46.
[392] Consideramos la relación definifida en la hipótesis H_{14} como unilateral y unidireccional, desde la aceptación de las comisiones y gastos de gestión hacia la satisfacción siempre en sentido positivo o directo. Aún así, empleamos estadísticos de independencia en sentido bilateral por ser más exigentes a la hora de rechazar la hipótesis nula (H_0).

H_0. No existe relación entre la calidad del servicio de las sociedades gestoras y entidades comercializadoras, y la satisfacción global del hogar con la Industria.

H_{15}. A medida que aumenta la calidad del servicio de las sociedades gestoras y entidades comercializadoras, mayor será la satisfacción global del hogar con la Industria.

Como hemos comentado anteriormente en la metodología de nuestra investigación, la calidad del servicio media ponderada se entiende como la diferencia entre la esperada y la recibida por los hogares en función de la relevancia que otorgan a las cualidades del servicio ordenadas en cinco dimensiones. De este modo, no es posible comparar los resultados entre los hogares por corresponderse a valoraciones por diferencias de carácter ordinal. Por lo tanto, vamos a comparar sus valoraciones con respecto a un nivel de referencia que estimamos adecuado: la calidad del servicio media ponderada del conjunto de los hogares de nuestro segmento poblacional de interés. Así, distinguimos dos tramos, por debajo de la media (<0,4208) y por encima de la misma (>0,4208), como límite más probable entre satisfechos y no satisfechos. El tramo inferior de los dos propuestos (por debajo de +0,4208) incluye a los hogares satisfechos y también una zona de tolerancia (entre 0,000 y +0,4208), con hogares que no llegan a superar sus expectativas, pero para los que el servicio ha sido adecuado. Presentamos estos datos en el cuadro nº 155:

Cuadro nº 155

Calidad del servicio media ponderada (Cmp)			
		Frecuencia	Porcentaje
	Por debajo de 0,4208	30	58,8
	Por encima de 0,4208	21	41,2
Total		**51**	**100,0**

Frecuencia: Número de hogares.

Esta relación definida en la hipótesis H_{15} es de tipo unilateral y unidireccional, desde la calidad del servicio media ponderada hacia la satisfacción. En este caso, empleamos coeficientes de correlación en sentido unilateral, porque bilateralmente no son significativos, además de requerirlo el propio sentido de la relación.

De este modo, los resultados de los coeficientes de correlación de *Tau b de Kendall* y *Rho de Spearman* (Sig. 0,040)[394] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_{15} en sentido positivo o directo.

En definitiva, los resultados de la aplicación del método de análisis de conglomerados que presentamos a continuación permiten concluir que los hogares que invierten en fondos de inversión de nuestro segmento poblacional de interés se concentran en tres grupos (clústeres) perfectamente diferenciados.

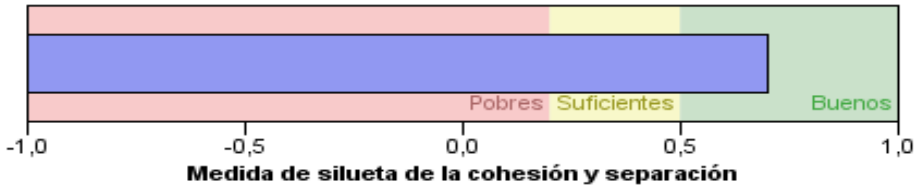
La bondad de nuestro modelo se refrenda gráficamente con el programa estadístico SPSS (versión 22) de la siguiente manera:

[393] Véase apéndice nº 47.
[394] Véase apéndice nº 48.

Resumen del modelo

Algoritmo	Dos fases
Entradas	3
Agrupaciones	3

Calidad de clústeres



Así, los resultados del análisis de los conglomerados sobre la satisfacción global de los hogares se distribuyen en tres clústeres, según detalla el cuadro nº 156:

Cuadro nº 156

Distribución de clúster			
		Frecuencia	Porcentaje
Clúster	α	10	19,6%
	β	26	51,0%
	δ	14	27,5%
	Valor atípico	1	2,0%
Total		**51**	**100,0%**

Frecuencia: Número de hogares.

El clúster β es el grupo más representativo de los hogares de nuestra investigación (51,0% del total). Los hogares de éste grupo manifiestan que están satisfechos en términos generales con la industria de fondos de inversión, aún cuando la rentabilidad que perciben en sus inversiones no satisface sus expectativas, pero en cambio, la calidad media ponderada del servicio que reciben en función del que esperan mejora la media del conjunto de hogares de nuestro segmento poblacional de interés (0,2530 versus 0,4208 respectivamente).

Del mismo modo, los hogares del clúster α, el menos numeroso (19,6% del total), manifiestan también su satisfacción global con la Industria, siendo la rentabilidad percibida superior a la esperada, aún cuando la calidad del servicio media ponderada que perciben es inferior a la media del conjunto de hogares (0,6372 versus 0,4208 respectivamente), a diferencia del clúster β.

El clúster δ incluye a los hogares no satisfechos con la Industria en términos generales. La rentabilidad percibida no cumple con sus expectativas y la calidad del servicio media

ponderada se sitúa, al igual que el clúster α, por debajo de la media del total de hogares (0,6476 versus 0,4208 respectivamente). Los resultados se detallan en el cuadro nº 157:

Cuadro nº 157

¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión?					
		Satisfecho		No satisfecho	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
Clústeres	α	10	27,8%	0	0,0%
	β	26	72,2%	0	0,0%
	δ	0	0,0%	14	93,3%
	Valor atípico	0	0,0%	1	6,7%
	Combinado	36	100,0%	15	100,0%

La rentabilidad obtenida por sus fondos de inversión se sitúa					
		Igual o por encima de sus expectativas		Por debajo de sus expectativas	
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
Clústeres	α	10	90,9%	0	0,0%
	β	0	0,0%	26	65,0%
	δ	0	0,0%	14	35,0%
	Valor atípico	1	9,1%	0	0,0%
	Combinado	11	100,0%	40	100,0%

		Calidad del servicio media ponderada (Cmp)	
		Media	Desviación estándar
Clústeres	α	,6372	,63408
	β	,2530	,34881
	δ	,6476	,63238
	Valor atípico	-,1077	.
	Combinado	,4296	,53020

Media: Datos en porcentaje (%). Frecuencia: Número de hogares.

Así, los resultados expuestos anteriormente muestran que la rentabilidad de los fondos de inversión y la calidad del servicio de las sociedades gestoras y entidades comercializadoras condicionan, en términos generales, la satisfacción global de los hogares con la industria de fondos de inversión. No obstante, la calidad del servicio adquiere, en mi opinión, una mayor importancia que la rentabilidad, porque aglutina un mayor número de hogares de nuestro segmento poblacional de interés.

Estas conclusiones se refuerzan si cruzamos este análisis de conglomerados, clústeres α, β, δ, con el anterior, clústeres A, B, C, D, E. El cuadro nº 158 detalla los resultados:

Cuadro nº 158

Análisis de conglomerados de la satisfacción global							
			Rentabilidad y calidad del servicio media ponderada				
			Clúster de valor atípico	α	β	δ	**Total**
Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar y porcentaje del capital invertido en fondos cuya pérdida estaría dispuesta a asumir	A	Recuento	0	3	7	0	**10**
		% del total	0,0%	5,9%	13,7%	0,0%	19,6%
	B	Recuento	1	0	0	6	**7**
		% del total	2,0%	0,0%	0,0%	11,8%	13,7%
	C	Recuento	0	0	0	8	**8**
		% del total	0,0%	0,0%	0,0%	15,7%	15,7%
	D	Recuento	0	4	7	0	**11**
		% del total	0,0%	7,8%	13,7%	0,0%	21,6%
	E	Recuento	0	3	12	0	**15**
		% del total	0,0%	5,9%	23,5%	0,0%	29,4%
Total		**Recuento**	**1**	**10**	**26**	**14**	**51**
		% del total	2,0%	19,6%	51,0%	27,5%	100,0%

Los hogares del cluster β están satisfechos con la Industria porque indican que la calidad de servicio supera la media (+0,2530), aunque no logran alcanzar sus expectativas de rentabilidad. Asimismo, este grupo incluye hogares con distintos perfiles de riesgo: bajo (menos del 5% de pérdida, clúster D); medio (entre el 5 y el 10%, clúster E); y alto (más del 10%, clúster A); y pesos de los fondos en su cartera financiera: por debajo de la media (15,67%, clúster E); en la media (18,50%, clúster A); y ligeramente por encima (19,91%, clúster D).

A diferencia del clúster β, el clúster α, minoritario entre los clústeres A, D y E, incluye los hogares satisfechos que cumplen o superan sus expectativas de rentabilidad, y valoran la calidad del servicio por debajo de la media, esto es, manifiestamente mejorable (+0,6372).

Y entre los hogares no satisfechos (clúster δ) por no cumplir o superar sus expectativas de rentabilidad y considerar la calidad del servicio inferior a la media (+0,6476) destacan dos grupos bien diferenciados: los que tienen mayor porcentaje de fondos en su cartera financiera (24,86%) y asumen un riesgo medio de pérdida de capital en sus inversiones (entre el 5 y el 10%, clúster B); y por el contrario, los que poseen un menor porcentaje en la misma (11,87%) y asumen un riesgo bajo (menor del 5%, clúster C).

H_0. No existe relación entre el grado de satisfacción global del hogar con la industria de fondos de inversión y la mejora de su consideración en comparación con otras alternativas de inversión (depósitos, planes de pensiones, acciones,…)

H_{16}. Existe una relación positiva entre el grado de satisfacción global del hogar con la industria de fondos de inversión y la mejora de su consideración en comparación con otras alternativas de inversión (depósitos, planes de pensiones, acciones,…).

Los resultados de la prueba *Chi-cuadrado de Pearson* empleada en una tabla de contingencia (Sig. 0,009)[395] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la existencia de la relación definida en la hipótesis H_{16}.

H_0. No existe relación entre la satisfacción global del hogar con la industria de fondos de inversión y su predisposición a invertir de nuevo.

H_{17}. A medida que la satisfacción global del hogar con la industria de fondos de inversión aumenta, su predisposición a invertir de nuevo es mayor.

La relación definida en la hipótesis H_{17} es de tipo unilateral y unidireccional, desde la satisfacción hacia la predisposición a invertir de nuevo. En este sentido, los resultados de los coeficientes de correlación de *Tau b de Kendall* y *Rho de Spearman* (Sig. 0,038)[396] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_{17}.

H_0. No existe relación entre la predisposición del hogar a invertir de nuevo en fondos de inversión y la consideración de la sociedad gestora o entidad comercializadora en la que canaliza el mayor volumen de sus inversiones como su primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones.

H_{18}. Existe una relación positiva entre la predisposición del hogar a invertir de nuevo en fondos de inversión y la consideración de la sociedad gestora o entidad comercializadora en la que canaliza el mayor volumen de sus inversiones como su primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones.

Los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia (Sig. 0,029)[397] rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_{18}.

[395] Véase apéndice nº 49.
[396] Véase apéndice nº 50.
[397] Véase apéndice nº 51.

Conclusiones

En la presente Tesis hemos abordado los principales determinantes de la cuota de mercado de la industria de IIC. El doble objetivo de nuestra investigación es detallar el posicionamiento de las IIC en el conjunto de los activos financieros de la economía, especialmente desde el punto de vista de los hogares, y dotar a las personas que dirigen la comercialización de fondos de inversión de un soporte teórico sobre qué aspectos son los que aportan una mayor calidad percibida, y en cuáles se puede lograr una ventaja competitiva sobre los competidores, sea ésta permanente o temporal (por ser imitable).

Es cierto que los gestores de instituciones de inversión colectiva ligados a grandes multinacionales financieras pueden acceder a una gran cantidad de información, que les permite utilizar las herramientas de *big data* para segmentar a sus clientes y encontrar aquellos colectivos que pueden estar más interesados en adquirir un determinado producto de inversión. Sin embargo, el uso de *big data* no es sustitutivo de la información que puede proporcionar un estudio cualitativo sobre la calidad percibida por los clientes, calidad percibida de la que las bases de datos de sociedades gestoras y entidades comercializadoras pueden no tener información.

En este sentido, en nuestra investigación hemos encontrado cuestiones de interés para la industria de IIC. Presentamos a continuación una lista de las principales conclusiones alcanzadas en nuestra investigación; todas ellas corresponden a aspectos que ya se han considerado previamente a lo largo de la Tesis.

1.-) La inversión colectiva, especialmente las IIC de tipo abierto, tienen un papel muy relevante en la economía mundial, al desempeñar una doble función. Así, por un lado, potencian el ahorro de los pequeños inversores ofreciendo oportunidades de inversión teóricamente mejores de las que podrían conseguir por sí mismos; y por otro, canalizan los recursos captados hacia la inversión en mercados de capitales contribuyendo a financiar el crecimiento económico.

2.-) La actividad principal de las IIC se focaliza en las economías más avanzadas del mundo. Así, a finales de 2013 las áreas geográficas que concentran cuatro quintas partes del patrimonio mundial en IIC de tipo abierto son Norteamérica y Europa.

3.-) Existen factores que fomentan el desarrollo de la Industria de IIC. Entre otros, un sistema legislativo estable y desarrollado, un sistema judicial de garantías con procedimientos ágiles y eficaces, barreras de entrada débiles, una actitud alentadora de las autoridades hacia la inversión extranjera, una normativa financiero-fiscal competitiva a nivel empresarial, o un personal proveedor de una amplia gama de servicios financieros que sea cualificado, multilingüe y con experiencia.

4.-) Luxemburgo, especialmente, e Irlanda son los dos miembros de la Eurozona que mejor cumplen estos parámetros. En este sentido, los promotores internacionales de fondos de inversión se ven atraídos por un ambiente regulado, abierto, transparente, y que enfatiza la protección del inversor; por su adaptabilidad ante nuevos desarrollos regulatorios; por su entorno fiscal seguro; y por su cultura de negocios innovadora. Estas dos economías representan el 41% del patrimonio, el 35% del número de IIC domiciliadas en Europa y canalizan la mayor parte de los flujos transfronterizos europeos.

5.-) Otros dos factores muy importantes que fomentan las IIC son el nivel económico y el desarrollo del sistema financiero. Recordemos que en las economías más avanzadas del mundo, como la Eurozona, el crecimiento económico genera ahorro, el principal pilar de la riqueza, canalizado, en su mayor parte, a través de activos financieros, con lo que el desarrollo del sistema financiero resulta clave para su gestión.

6.-) Un sistema financiero eficiente, que encauce adecuadamente el ahorro hacia la inversión, es fundamental para que el crecimiento económico sea sostenible y duradero. Así, los mercados financieros vienen experimentando un proceso de *institucionalización financiera*, que está muy relacionado con la *desintermediación financiera*: las sociedades gestoras de IIC y de fondos de pensiones, y las entidades aseguradoras actúan cada vez con mayor intensidad.

7.-) Un ejemplo de este proceso de *institucionalización financiera* se observa en la Eurozona: mientras los agentes económicos residentes reducen su peso relativo en el conjunto de las IIC nacionales comercializadas internamente, las instituciones financieras lo aumentan; así, las compañías aseguradoras y fondos de pensiones se han convertido en los principales inversores en IIC desde la entrada del *Euro*. En cambio, en España, el principal protagonismo corresponde a los agentes económicos residentes, que prácticamente no disminuyen su peso relativo: recordemos que los planes de pensiones y seguros de ahorro canalizan en menor medida el ahorro de los hogares españoles que el de los hogares europeos (16,0% y 31,5%, respectivamente en 2013), con lo que se reduce la capacidad inversora de las compañías aseguradoras y fondos de pensiones en IIC. En este sentido, el peso relativo de las IIC nacionales comercializadas internamente en España se ha reducido entre 1999/2013 en el conjunto de los activos financieros de su economía, no así en la Eurozona, donde se ha mantenido estabilizado, según hemos detallado en el segundo bloque de la Tesis.

8.-) Un dato revelador es que mientras que en Estados Unidos los hogares aumentan su presencia como inversores en IIC hasta alcanzar el 54,8% del volumen de activos en gestión, en la Eurozona desciende hasta situarse en el 26,2% a finales de 2013. Asimismo, el peso relativo de las participaciones directas en IIC de los hogares europeos sobre su riqueza financiera se reduce (-4 puntos) entre 2003/2013. En cambio, los hogares estadounidenses mantienen una tendencia ascendente (+1,8 puntos) e independiente del ciclo económico (creciendo tanto en el período precrisis como en el posterior). Recordemos que Estados Unidos lidera el patrimonio mundial en IIC de tipo abierto (50,8% de cuota de mercado).

9.-) Las diferencias en la canalización del ahorro entre los hogares europeos y estadounidenses están motivadas en buena medida por el papel central que juegan las entidades bancarias en la economía europea. Así, no sorprende en absoluto que el activo financiero de los hogares europeos con mayor peso se concentre en 2013 en cuentas y depósitos bancarios, y que estos productos sean mucho menos relevantes en las economías familiares estadounidenses (41,6% y 15,9%, respectivamente). La estructura económica de Estados Unidos, y el menor desarrollo de su estado de bienestar incentiva en mayor medida la inversión en mercados de capitales con la finalidad de ahorrar de cara a la jubilación u otras circunstancias adversas que puedan exigir el consumo de un ahorro previo, como el desempleo o la enfermedad. Estas diferencias se atemperan parcialmente cuando consideramos las participaciones financieras directas e indirectas en IIC de los hogares europeos y estadounidenses sobre el conjunto de sus activos financieros de forma conjunta (20% y 23%, respectivamente).

10.-) El poder de mercado de las SGIIC pertenecientes a grupos bancarios en Europa está motivado por el protagonismo de las entidades bancarias en la canalización de los flujos financieros de la economía europea. Uno de los rasgos definitorios del sistema financiero de Europa continental, cuando lo comparamos con el estadounidense, es que los ratios de depósitos y créditos bancarios sobre PIBpm superan a los de Estados Unidos de forma notable. España no es una excepción a este respecto. Así, el número de SGIIC registradas en España se ha ido reduciendo de manera paulatina durante los últimos años, en buena medida como consecuencia del proceso de reestructuración del sistema financiero. Pese a ello, existe una fuerte competencia en el mercado español entre los diferentes operadores, con una lucha muy fuerte por captar clientes. En este sentido, la entrada de nuevas sociedades gestoras en industria de IIC en España está muy limitada, porque la supervivencia de las sociedades gestoras denominadas *pequeñas* sin un producto diferenciado es especialmente difícil. Una excepción a esta situación son las IIC extranjeras, que han incrementado su presencia, especialmente desde el año 2003. A pesar de que pudiera existir una reticencia inicial entre los inversores españoles a operar con agentes desconocidos, gracias a la colaboración de entidades españolas en la comercialización de sus productos, hemos asistido a un proceso gradual de crecimiento de la presencia de IIC extranjeras.

11.-) Las entidades bancarias europeas se han caracterizado por ser *supermercados financieros,* que ofrecen todo tipo de servicios de inversión, financiación u otros a sus clientes, entre ellos, el rentable negocio de la gestión de inversiones. Su elevado tamaño les ha permitido desarrollar economías de escala en la gestión y comercialización de fondos de inversión. Así, un crecimiento de la industria de IIC en Europa a costa de una menor intermediación bancaria podría no perjudicar a los grandes bancos, que simplemente sustituirían una fuente de ingresos (el diferencial entre tipos de interés de activos y pasivos bancarios) por otra (las comisiones asociadas a las IIC). Otra cuestión, lógicamente, sería que la desintermediación en Europa favoreciese a otras instituciones de la *banca en la sombra* distintas de las IIC, o que, dentro de las IIC, se favoreciese a gestoras independientes.

12.-) La política comercial de las entidades de crédito condiciona especialmente el desarrollo de las IIC en la mayoría de países continentales europeos, por ser los intermediarios financieros predominantes en la distribución de productos financieros. Esta situación de control del mercado les confiere una cierta capacidad para *dirigir* a los inversores hacia los productos que más les interesan en cada momento. A su vez, presentan ciertas ventajas respecto al resto de comercializadores de fondos de inversión: su amplia red de sucursales permite su comercialización sin costes excesivos, y la fidelidad de los inversores, al ser sus clientes habituales, con lo que su estrategia de captación de negocio se basa en campañas publicitarias y una política comercial muy activa (como ejemplo extremo está la comercialización hiperagresiva de *participaciones preferentes* en algunas entidades).

13.-) Esta cierta capacidad de las entidades de crédito de dirigir la demanda de los inversores ha provocado un castigo adicional a la industria de IIC en los años de crisis económica y financiera, siendo 2008 un año especialmente difícil para la Industria. En efecto, las dificultades de financiación de las entidades de crédito en los mercados mayoristas y las tensiones en los mercados financieros repercuten negativamente en la industria de IIC cuando éstas centran sus estrategias de comercialización en la captación de depósitos a plazo con ofertas de remuneración muy atractivas. Esta situación ha sido aún más acusada en España que en la Eurozona, donde las IIC nacionales, que han sido históricamente el motor de la Industria, han sufrido desde 2007 una fuerte contracción en favor de los depósitos bancarios.

14.-) Esta contracción de la industria de IIC se refuerza si sumamos que los partícipes en fondos de inversión valoran especialmente la certidumbre de la rentabilidad y la garantía de capital de los depósitos bancarios ante un contexto de crisis económica y financiera como el vivido desde 2007, frente a otros activos con rendimientos que están más sujetos a los vaivenes de los mercados financieros (*flight to safety*), aún cuando ello les suponga decisiones precipitadas que conlleven pérdidas en sus inversiones.

15.-) En cambio, la mejora de la percepción económica, sumada a rentabilidades poco atractivas de los depósitos bancarios, fruto de la reducción de los tipos de interés, supone que la inversión directa en bolsa y renta fija se sitúe como el principal competidor de la Industria de IIC; en este contexto, las entidades bancarias tienden a potenciar el crecimiento de los fondos de inversión en su política comercial, especialmente de aquellos con una vocación inversora no monetaria, que les permite desde 2013 recuperar parcialmente el terreno perdido. A pesar de ello, los fondos de inversión nacionales han perdido en España desde la entrada del *Euro* hasta 2013 más de tres millones de partícipes (-37%), lo que no se compensa con aumentos en accionistas y partícipes de las sociedades de inversión nacionales e IIC extranjeras (+288 mil y +937 mil respectivamente), tendencia evolutiva confirmada por las cuatro ediciones de la EFF.

16.-) Por tanto, no es ilógico que años de volatilidad excesiva en muchos mercados, y de sonoras pérdidas de valor hayan hecho que las familias sean más conservadoras que antes de la crisis. La especial intensidad y duración de la crisis, ha tenido sus efectos en la cartera financiera de los hogares. De hecho, el peso de los activos de inversión en la cartera financiera de los hogares españoles, que se ha reducido desde el 45,4% de la cartera en 2007, hasta el 36,5% en 2013, de manera más acusada también que en los hogares europeos. En nuestro estudio empírico, la mayor preferencia por la seguridad es más notable entre los hogares que no poseen fondos: de éstos, aproximadamente la mitad (49,6%) son más conservadores que antes de la crisis, a diferencia de los que invierten en fondos, sólo el 38,6% es más conservador que antes en sus inversiones.

17.-) Por tanto, dejando a un lado estos condicionantes, la industria de IIC europea, y especialmente la española, para crecer como vehículo de inversión, deberá estar atenta para aprovechar las oportunidades del mercado, manteniendo un claro compromiso en la aplicación responsable de las reformas legales y prácticas comerciales, siendo más competitiva y afinando sus procesos internos en favor de los inversores.

18.-) De este modo, la protección del inversor resulta ser un punto clave en su futuro desarrollo. El marco regulatorio actual, que está enfocado en esta dirección, debería traducirse en un impacto positivo y sostenido en el tiempo en su crecimiento. Recordemos el marco regulatorio MiFID, que fomenta el conocimiento de los clientes o la exigencia de transparencia e información en interés de los inversores, o la normativa UCITS que homogeniza las diferencias entre organismos de inversión colectiva tanto en obligaciones como en controles, con el fin de garantizar una protección equivalente de los inversores en todos los Estados miembros de la Unión Europea. En mi opinión, este proceso de mejora seguirá su curso en el futuro, siendo irreversible (futura *Unión del Mercado de Capitales*).

19.-) Una consecuencia positiva es el aumento de la competencia transfronteriza europea en el sector: por ejemplo, en España, el crecimiento de las IIC extranjeras desde la entrada del *Euro* ha sido muy importante, en detrimento de las IIC nacionales. Recordemos también que la comercialización de la marca UCITS ha permitido la expansión de la Industria europea por un

número cada vez mayor de países en el mundo. De hecho, sociedades gestoras estadounidenses han establecido sus filiales en Europa, principalmente en Luxemburgo e Irlanda, para comercializar UCITS (Alternative UCITS incluidas) por su mayor eficiencia fiscal y flexibilidad en sus inversiones con relación a los *mutual funds* estadounidenses.

20.-) Como hemos expuesto en el segundo bloque de la Tesis, los hogares juegan un papel destacado entre los agentes económicos en la inversión de productos financieros en la Eurozona y sus principales economías, siendo también los principales artífices del desarrollo de las IIC nacionales comercializadas a clientes residentes. El peso relativo del patrimonio invertido en IIC de los hogares españoles residentes supone entre 1999/2013 en media el 85,9% del total invertido por los agentes económicos españoles residentes. Este porcentaje supera la media de la Eurozona (75,7%).

21.-) Debemos tener presente que el patrimonio financiero del que disponen los hogares en las economías más avanzadas para realizar inversiones aumenta a medida que lo hace su ahorro; y el crecimiento de su ahorro explica, por tanto, la adquisición neta de activos financieros, según hemos contrastado para la Eurozona en el primer bloque de la Tesis. Sin embargo, cuestión distinta es cómo éstos materializan sus decisiones de inversión: la oferta de productos financieros del mercado, competencia directa de la industria de IIC, es muy amplia.

22.-) Para entender mejor el comportamiento ahorrador de los hogares hemos estudiado en el primer bloque de la Tesis sus principales motivaciones del ahorro y teorías sobre el mismo, y entre ellas, hemos incluido como motivación "novedosa", la rentabilidad financiero-fiscal: para el 19,3% de los hogares que poseen fondos de inversión ésta supone su principal motivación, frente a sólo el 7,1% de los que no los poseen, por lo que el interés por "rentabilizar su dinero" es superior en los primeros que en los segundos, de acuerdo a los resultados del estudio empírico del tercer bloque de la Tesis.

23.-) Asimismo, del análisis de los principales determinantes del ahorro familiar en la Eurozona (riqueza neta, confianza del consumidor; presión fiscal; remuneración salarial sobre renta bruta disponible; tasa de dependencia; tasa de ocupación; y tipo de interés real) mediante la especificación de un modelo hipotético de largo plazo, se desprende que aumentos en los tres primeros determinantes del ahorro señalados se traducen en una reducción de la tasa de crecimiento del ahorro bruto familiar, siendo la riqueza neta la variable que tiene una mayor influencia, seguida de la confianza del consumidor; en cambio, los aumentos de los otros cuatro determinantes (remuneración salarial sobre renta bruta disponible; tasa de dependencia; tasa de ocupación; y tipo de interés real) tienen efectos positivos en la tasa de crecimiento del ahorro bruto familiar. Por tanto, como estos siete determinantes influyen conjuntamente en su comportamiento ahorrador, lo hacen también, lógicamente, en su comportamiento financiero, de acuerdo al estudio empírico del tercer bloque la Tesis. Recordemos que el comportamiento financiero de los hogares se estudia desde tres aspectos que consideramos relevantes de cara al desarrollo de la industria de fondos de inversión: su comportamiento ahorrador, su conocimiento financiero y su perfil inversor.

24.-) La educación financiera es fundamental para el desarrollo de la industria de IIC, puesto que influye a la hora de canalizar o no su patrimonio financiero en IIC. El menor nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión que manifiestan los hogares en comparación con otros productos financieros supone una barrera de entrada para muchos potenciales inversores en la Industria. Así, entre las razones que aducen los hogares que no estarían dispuestos en ningún caso a invertir en fondos de inversión en el futuro destaca, en

primer lugar, el desconocimiento del producto (50,0%), y en segundo lugar, la falta de confianza en el mismo (21,2%). En cambio, entre las razones que aducen los hogares que actualmente no invierten en fondos pero podrían hacerlo en el futuro destaca su reciente conocimiento financiero del producto (34%), con lo que resulta fundamental para aumentar su predisposición de inversión. Más aún cuando se sitúa con un porcentaje de adhesiones muy cercano a la de otros productos financieros (40%) que son considerados como "más interesantes" hasta este momento, pero que previsiblemente dejarán de serlo cuando el inversor conozca mejor el sistema financiero u ocurran cambios en los mismos. Por ejemplo, podría haber cambios en la remuneración de los depósitos a plazo o en la fiscalidad de los distintos productos financieros existentes en el mercado.

25.-) A pesar de las carencias en su conocimiento financiero, los hogares que invierten en fondos de inversión indican que se interesan más que antes de la crisis del año 2007 por conocer las características de los distintos productos financieros que contratan, siendo el interés de los que no poseen fondos de inversión aún mayor. Este resultado es lógico por el menor conocimiento financiero que atesoran en comparación con los que invierten en fondos.

26.-) Combatir el limitado conocimiento financiero de muchos hogares españoles con una labor de asesoramiento financiero cualificada por parte de sociedades gestoras y entidades comercializadoras puede ser decisivo para el desarrollo de la Industria, mientras las instituciones públicas no consigan con nuevas medidas educativas neutralizar esta carencia social. Este desarrollo seguramente beneficiaría a todas las sociedades gestoras y entidades comercializadoras de forma similar, incrementando la cuota de mercado de los fondos de inversión como producto de inversión. El asesoramiento sobre el producto puede ser una acción individual de una sociedad gestora o entidad comercializadora, o una acción concertada llevada a cabo por el conjunto de la Industria. En este último caso, habría que evitar la aparición de *gorrones* o *free-riders* que pudieran beneficiarse del incremento de interés de los colectivos educados, sin haber contribuido a su formación. Recordemos que casi dos terceras partes de los hogares que invierten en fondos (63,6%) manifiestan que su aportación inicial no partió de su iniciativa, con lo que se confirma la relevancia de esta labor.

27.-) Una vez superado este *hándicap*, el tiempo juega a favor de la Industria si consigue lograr la satisfacción del inversor. La experiencia inversora permite adquirir mayor conocimiento financiero sobre fondos de inversión.

28.-) De acuerdo a los resultados de nuestro empírico, la mayoría de los hogares que no invierten en fondos (58,4%) no estarían dispuestos a hacerlo. Sin embargo, este rechazo a invertir en fondos no parece ser independiente del conocimiento financiero. Recordemos que el 72,2% de los que no poseen fondos de inversión, pero cuentan con experiencia inversora previa muestran una mayor predisposición para invertir de nuevo, a diferencia de los hogares que no la tienen, pues sólo el 35,8% estaría dispuesto a hacerlo por primera vez. No obstante, el 41,6% de los que no invierten estarían dispuestos a considerarlo.

29.-) Por tanto, una primera estrategia de crecimiento de la Industria sería dirigirse preferentemente al colectivo de los hogares con experiencia inversora previa en fondos de inversión: sus posibilidades de éxito se duplican y su recorrido potencial sería relativamente amplio (en nuestra muestra, el 11,5% de los que no poseen fondos, los han tenido en el pasado). Esta afirmación se basa en los propios resultados de nuestra muestra, si bien no existen estudios específicos al respecto que refuercen este planteamiento.

30.-) La estrategia de la actividad de las sociedades gestoras y entidades comercializadoras debe orientarse hacia un objetivo fundamental: la satisfacción global del inversor, pues mejora la consideración de los fondos de inversión como producto financiero en comparación con otras alternativas de inversión competencia directa de la Industria de IIC (depósitos, planes de pensiones, acciones,…). Esta es, sin duda, la clave del éxito de la Industria de IIC.

31.-) Otro objetivo de las sociedades gestoras es, lógicamente, maximizar su beneficio, aunque no debe poner en riesgo aspectos fundamentales de la satisfacción del inversor, dado que los propios inversores satisfechos colaborarán en la mejora de su cuenta de resultados con nuevas suscripciones. Recordemos que la cuenta de resultados de las sociedades gestoras depende de los activos gestionados y, por extensión, del ciclo económico. No todos sus componentes de ingresos y gastos varían en línea con las oscilaciones del patrimonio gestionado.

32.-) Según los resultados alcanzados en nuestro estudio empírico, la satisfacción de los hogares con la industria de fondos de inversión es alta pero mejorable: siete de cada diez inversores afirman que su grado de satisfacción es alto. Si nos fijamos en los hogares no satisfechos pero dispuestos a conceder una segunda oportunidad a la Industria, que representan, por cierto, casi una cuarta parte (23%) de los inversores, la opción de poder cambiar de sociedad gestora o entidad comercializadora es mayoritaria entre ellos (55,5%), con lo que su "*riesgo de fuga*" es elevado.

33.-) Esto significa que, si estos porcentajes son representativos del conjunto de la Industria, las sociedades gestoras y las entidades comercializadoras tienen un importante margen para poder incrementar su cuota de mercado, muy especialmente a costa de las que no logran satisfacer suficientemente a sus clientes. Si consideramos, además, el significativo número de hogares con potencial inversor que no invierten actualmente en fondos, pero que estarían dispuestos a realizarlos en el futuro (41,6%), podemos afirmar que existe un potencial importante para que las sociedades gestoras y entidades comercializadoras puedan competir por los inversores (nuevos en la Industria o ya conocedores de la misma).

34.-) Para ello, los responsables de comercializar los fondos de inversión deben conocer las herramientas que pueden permitir diferenciarse de los competidores, y que son valoradas positivamente por los inversores. Así, las cualidades de los fondos de inversión (desarrolladas en el segundo bloque de la Tesis) mejor valoradas en nuestro estudio empírico por los hogares inversores en fondos son la rentabilidad (aunque se genera la duda sobre su capacidad de ponderar adecuadamente esta rentabilidad por el riesgo que asumen sus inversiones), la seguridad operativa, la liquidez y la gestión profesionalizada. Un esfuerzo en mejorar estas características permitiría competir mejor a las sociedades gestoras o entidades comercializadoras involucradas. Asimismo, las cualidades de las sociedades gestoras o entidades comercializadoras mejor valoradas por los hogares son también la rentabilidad de sus productos, la capacidad para prestar un asesoramiento financiero propio y la pertenencia de la sociedad gestora al grupo financiero (principalmente bancario) con el que opera la unidad familiar. Este último aspecto fomenta la concentración de la industria de fondos de inversión en entidades bancarias.

35.-) Es muy razonable pensar que, en España, la mayoría de los inversores prefieran concentrar sus operaciones financieras en una única entidad, debido a que predomina un modelo de banca universal de fuerte proximidad al cliente. Los resultados de nuestro estudio empírico así lo indican: la mayoría de los hogares que poseen fondos de inversión (58,8%)

confían sus inversiones en una única sociedad gestora, de los que prácticamente dos terceras partes (63,3%) las canalizan en un sólo fondo de inversión.

36.-) En cambio, los resultados más sorprendentes se refieren a que estos mismos hogares manifiestan que estarían más abiertos a cambiar de entidad y dirigir sus nuevas inversiones hacia otros intermediarios que aquellos que invierten actualmente mediante más de una entidad. Una explicación podría ser que los hogares que no han tenido una experiencia inversora previa con otro intermediario, quieran probar esta opción, quizá por no haberlo hecho aún hasta el momento.

37.-) No obstante, los hogares que invierten a través de varias entidades gestoras manifiestan una mayor fidelidad a su sociedad gestora o entidad comercializadora principal (aquella con la que ha venido canalizando hasta el momento el mayor volumen de sus inversiones), de tal manera que, la escogerían mayoritariamente para la suscripción de nuevas participaciones en fondos de inversión.

38.-) Nuestro estudio empírico nos permite concluir que la satisfacción del inversor con la Industria no resulta afectada por el peso de los fondos en su cartera financiera, ni por la pérdida de capital que el inversor esté dispuesto a asumir en sus inversiones, de acuerdo a los resultados del análisis de conglomerados realizado a tal efecto.

39.-) La rentabilidad y la calidad del servicio de las sociedades gestoras y entidades comercializadoras son los determinantes principales de la satisfacción global del inversor con la industria de fondos de inversión. De hecho, la calidad del servicio puede adquirir un peso elevado si no hay grandes diferencias en cuanto a rentabilidad. Este análisis se enfoca desde la diferencia entre lo esperado (expectativas) y lo recibido (percepciones) por el inversor.

40.-) Lo anterior significa que las sociedades gestoras pueden intentar competir a través de equipos técnicos con gran acierto en sus decisiones de inversión, aunque los inversores con conocimiento financiero saben que "*rentabilidades pasadas no predicen (no aseguran, no garantizan) rentabilidades futuras"*. En efecto, hay muchos factores incontrolables que determinan la rentabilidad de las inversiones, por lo que incluso si una sociedad gestora adopta una política de contratación del mejor talento gestor de inversiones de la competencia, puede que no tenga un impacto positivo en la rentabilidad de los fondos. Por ello, para asegurar una ventaja competitiva, la calidad del servicio es un elemento más fácil de controlar. En esta área sí parece esperable una mayor relación entre la decisión de la sociedad gestora o entidad comercializadora de mejorar la calidad del servicio, y que los inversores puedan sentirse más satisfechos con el mismo.

41.-) Al analizar las rentabilidades del conjunto de los fondos de inversión que comercializan los grupos financieros en España, los mejores resultados corresponden a las entidades independientes, quedando relegados de los primeros puestos del *ranking* los principales grupos bancarios nacionales, pese a ser precisamente éstos los más demandados por los inversores, dado el poder de mercado que tienen los grupos bancarios en la Industria, como hemos expuesto en el segundo bloque de la Tesis.

42.-) Recordemos que en España la mayoría de trabajos empíricos evidencian la incapacidad de la industria de fondos de inversión de obtener de forma agregada y sistemática resultados netos (después de comisiones y gastos de gestión) superiores a las carteras de referencia, así como que los fondos mantienen un alto grado de persistencia en todas sus categorías de

inversión. Este nivel se debilita a medida que aumenta el componente potencial de activos de renta variable en sus carteras de inversión y se incrementa en los fondos perdedores. En consecuencia, no sorprenden, en absoluto, los resultados alcanzados en nuestro estudio empírico en el que sólo una quinta parte de los hogares afirma que consigue satisfacer sus expectativas de rentabilidad con sus inversiones en fondos. Esta faceta de la Industria es manifiestamente mejorable y una fuente de insatisfacción aunque quede mitigada parcialmente, al menos, por las especiales ventajas fiscales que atesoran como producto financiero, entre ellas, el traspaso entre fondos sin peaje fiscal y el diferimiento fiscal.

43.-) Las sociedades gestoras vinculadas a grupos bancarios suelen ofrecer sus propios fondos de inversión. Estos fondos cuentan con la imagen de marca del grupo bancario, lo que se identifica con una mayor seguridad y un menor coste para los inversores. Por ello, los inversores canalizan preferentemente sus ahorros a través de sociedades gestoras que pertenecen a los grandes grupos bancarios nacionales en lugar de hacerlo a través de entidades independientes. En este sentido, las principales sociedades gestoras internacionales, por ejemplo, americanas o británicas, cuentan con una cierta ventaja con respecto a las nacionales de tamaño más pequeño. En nuestro estudio empírico hemos encontrado que los inversores confían la gestión de sus inversiones a las sociedades gestoras o entidades comercializadoras a las que sitúan, al menos, en la media reputacional del mercado. Esta observación es subjetiva, por lo que esta valoración manifestada por los hogares inversores puede no ser muy certera por su escaso conocimiento sobre la Industria.

44.-) El ofrecimiento de una rentabilidad adicional en forma de bonificación (por ejemplo, del 1% para nuevas suscripciones) resulta ser efectiva para el colectivo de hogares que manifiestan una baja predisposición a invertir de nuevo, puesto que el 25% de los mismos afirma que realizaría nuevas inversiones (y un 58,3% adicional, al menos dudaría). Por tanto, podemos esperar que las campañas comerciales enfocadas en esta dirección tengan efectos positivos en las decisiones de los inversores. De hecho, determinadas entidades del sector están aplicando políticas comerciales para suscripciones o traspasos de participaciones de fondos de inversión entre entidades con compromisos de permanencia.

45.-) Las comisiones y gastos de gestión que soportan los inversores están asociadas con su satisfacción. Aunque su relevancia sea inferior a la rentabilidad, sin embargo, su impacto es notable: un ejemplo son las rentabilidades, actualmente negativas, de los fondos monetarios. Por ello, los honorarios deberían ser el reflejo del valor añadido aportado por la sociedad gestora al inversor en su gestión; sin embargo, la realidad no apunta en esta dirección: son numerosos los estudios que afirman la relación negativa que existe entre honorarios y rentabilidad. Por tanto, será necesario que las comisiones y gastos aplicados por las sociedades gestoras o entidades comercializadoras a los inversores les permitan cubrir sus costes operativos, pero sin que sean tan altos como para afectar a la rentabilidad y/o a la calidad del servicio. En caso contrario, si fueran excesivos con respecto al servicio efectivamente prestado (fondos mal gestionados y con pérdidas; baja calidad del servicio…) serán un elemento adicional que agudizará la insatisfacción de los inversores.

46.-) Como hemos visto anteriormente, los inversores tienden a realizar sus inversiones a través de una única sociedad gestora, normalmente perteneciente al grupo bancario donde tienen sus productos financieros, de tal manera que, cuanto más amplio sea el catálogo de fondos de inversión de una sociedad gestora o entidad comercializadora, más variedad y mayor facilidad podrán tener los inversores minoristas para no recurrir a otros intermediarios. Esta situación puede conducir a los inversores minoristas a no invertir en el fondo óptimo

para sus intereses, por existir otro fondo más adecuado para su perfil de inversión en el mercado. Las sociedades gestoras responden a esta situación ofreciendo un gran número de fondos con comisiones relativamente altas, incluso diseñando estrategias comerciales de penetración en el mercado con honorarios bajos, que elevan a posteriori para maximizar su nivel de ingresos porque una parte significativa de inversores no son sensibles a estas modificaciones. En este sentido, los resultados de nuestro estudio empírico apuntan en esta misma dirección: sólo un 36,8% de los hogares realizan siempre un análisis de mercado antes de invertir y comparan las comisiones y gastos de los fondos con la misma vocación inversora.

47.-) A pesar de la fuerte vinculación entre las entidades de crédito y sus inversores minoristas a través de sus redes comercializadoras, la rebaja de comisiones tiene un efecto más potente incluso que la rentabilidad para retener a los inversores: el 83,3% de los inversores que manifiestan una baja predisposición a invertir de nuevo dudan, al menos, si replantear su decisión (incluso un 41,6% realizaría nuevas inversiones).

48.-) Si nos fijamos en la calidad media del servicio (Cm), entendida como diferencia entre servicio esperado y recibido, observamos que el mayor *gap* se localiza en las dimensiones *confiabilidad* y *responsabilidad*, y el menor en la *tangibilidad*. De hecho, la calidad del servicio percibida supera las expectativas en el caso de la *tangibilidad.* Así, las principales áreas de mejora serían los cinco *ítems* de la calidad de servicio esperado en función del recibido que han sido peor valorados por los hogares. Estos *ítems* son la eficacia del procedimiento habilitado por la entidad para la resolución de las quejas y reclamaciones de los clientes; la promoción por la entidad del comportamiento ético de sus asesores financieros, la información de las comisiones, ventanas de liquidez y penalizaciones de los productos comercializados por parte de la entidad desde el primer momento; el lenguaje de sus asesores financieros totalmente comprensible, y la prestación del servicio por la entidad sin errores de ninguna clase.

49.-) Según los resultados del último análisis de conglomerados de nuestra investigación, el clúster más representativo de los hogares inversores en fondos de nuestro segmento poblacional de interés (51,0%) manifiestan que se sienten satisfechos en términos generales con la industria de fondos de inversión, aún cuando la rentabilidad de sus inversiones no satisface sus expectativas. La calidad media ponderada del servicio recibido en función del esperado mejora la media del conjunto de los hogares de nuestro segmento poblacional de interés. No obstante, el clúster menos numeroso (19,6%) manifiestan también su satisfacción global con la Industria, siendo la rentabilidad percibida superior a la esperada, aún cuando la calidad del servicio media ponderada que perciben es inferior a la media del conjunto de hogares. El tercer clúster (27,5%) incluye a los hogares no inversores en fondos que afirman no estar satisfechos ni con la rentabilidad ni con el servicio.

50.-) Finalmente, los resultados de nuestro estudio empírico nos permiten concluir que a medida que aumenta la satisfacción global del inversor con la Industria, su predisposición a invertir de nuevo en fondos de inversión sería mayor, lo que refuerza nuestra idea inicial sobre la influencia de la satisfacción global del inversor en el devenir de la cuota de mercado de las sociedades gestoras y entidades comercializadores, y por extensión, por supuesto también, en la presencia de las IIC en el patrimonio financiero de los hogares.

En resumen, hemos pretendido clarificar el escenario de juego de la Industria de IIC. Así, tanto inversores como sociedades gestoras y entidades comercializadoras pueden contar con

mayor información para que las inversiones en IIC satisfagan las expectativas de los inversores y sean también un negocio rentable para las sociedades gestoras y entidades comercializadoras: un escenario de juego en el que debería prevalecer siempre un enfoque *win-win* entre todos sus intervinientes, y cuyo beneficio común se traducirá en un mayor desarrollo de la Industria de IIC que, a su vez, contribuirá a la financiación del crecimiento económico, fomentará el ahorro y la riqueza de la población.

Limitaciones

Entre las limitaciones de nuestro estudio empírico se observan las siguientes:

La primera es la dificultad de cuantificar el número de hogares de la población objeto de análisis que poseen las características de los principales inversores en fondos de inversión: hogares de dos o más miembros, con una riqueza neta mayor o igual a 160.000 euros y un volumen de activos financieros mayor o igual a 20.000 euros, y cuyo cabeza de familia tenga entre 45 y 64 años y haya realizado estudios universitarios.

La segunda limitación es inherente a la recolección de datos. No ha sido posible aplicar el cuestionario *ad-hoc* en distintas agrupaciones de unidades muestrales, como, por ejemplo, otras universidades y centros educativos no universitarios públicos y/o privados, por falta de medios técnicos y económicos. Solamente se obtuvo información de las familias de un grupo determinado de estudiantes de Grado de la *Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales* de la *Universidad de Deusto - Deusto Business School*, con lo que la muestra ha sido no aleatoria y de conveniencia. Como se ha explicado en la Tesis, el perfil de los hogares encuestados coincide con el del grupo objetivo (grupo de inversores en fondos) en un porcentaje mucho mayor que la sociedad general.

La tercera carencia, consecuencia de la anterior, es que algunas de las técnicas aplicadas asumen la aleatoriedad de la muestra al realizar inferencias con respecto a la población.

La cuarta debilidad es que, al ser una encuesta realizada de manera *online* a los cabezas de familia de los hogares, es imposible verificar que realmente ha sido cumplimentada por ellos mismos y con veracidad. En este sentido, al ser un instrumento extenso en cuanto a número de preguntas, se podría correr el riesgo de que sus respuestas no sean del todo veraces, por razones de puro cansancio al alargarse demasiado la investigación. Sin embargo, al no estar sujetos a un tiempo de respuesta máximo, esta limitación se reduce al haber podido cumplimentar la encuesta en distintos momentos de forma parcial, si así lo hubieran deseado. Además, los estudiantes tenían un incentivo para ayudar a sus familiares a completar la encuesta adecuadamente. Finalmente, los resultados son coherentes con respuestas meditadas que reflejan la realidad de los hogares.

Una quinta limitación es que los resultados correspondientes a los análisis de correlaciones no indican si existe una relación *causa-efecto* entre las variables consideradas. Existen dos razones principales que dificultan establecer relaciones causales: el problema de la *direccionalidad* o imposibilidad de demostrar qué variable ocurre en primer lugar (causa) y cuál en segundo (efecto); y el problema de la *tercera variable* (relaciones espurias), que consiste en el hecho de no controlar la influencia de otras variables que pueden afectar simultáneamente a las dos variables consideradas inicialmente.

Otra limitación es el tamaño muestral. Si éste hubiera sido mayor, hubiera permitido ahondar en la construcción de modelos que permitan conocer la influencia individual de los múltiples factores identificados en la misma en relación con las decisiones financieras del hogar, o con su satisfacción con la industria de fondos de inversión. Aún así, entendemos que los resultados contrastados en nuestra investigación son suficientemente significativos.

La séptima debilidad se refiere a las escalas de medición de los factores que influyen en la satisfacción del hogar con la industria de fondos de inversión. Se podría haber incorporado un mayor número de indicadores con la finalidad de captar aún mejor su naturaleza, aunque esto supondría un cuestionario *ad-hoc* aún más extenso, con los inconvenientes para los encuestados.

La octava limitación está relacionada con la anterior: es esperable que haya factores que influyan en las decisiones financieras del hogar, o en su satisfacción con la industria de fondos de inversión, y que no hayamos contemplado. La identificación de estos factores en nuevos estudios de la literatura o a través de un proceso de análisis teórico de la Industria permitiría mejorar el diseño de nuestro cuestionario *ad-hoc.* También permitiría una mayor profundización sobre algunos aspectos del cuestionario. En ambos casos, se obtendría información valiosa adicional, que mejoraría la comprensión del objeto de nuestra investigación.

Por último, debemos señalar que en todo momento nos hemos centrado en el análisis de las decisiones de los hogares inversores. Sin embargo, como hemos analizado previamente, en el mercado global de fondos de inversión, más de la mitad de los propietarios de participaciones en estas instituciones son otras instituciones financieras, y las empresas no financieras son inversores relevantes. Por ejemplo, en la *zona euro* un 51% del patrimonio de la Industria lo detentan otras entidades financieras (promedio 2000/2013), y un 12% adicional las empresas no financieras y administraciones públicas: los hogares son propietarios solamente del 37% restante. En España, como en Italia, el peso de los hogares es muy superior: un 74% del patrimonio en fondos (69% en el caso trasalpino). Como vemos, hemos analizado los condicionantes de un colectivo de inversores, claramente mayoritario en el caso español; nuestro análisis, por tanto, deja fuera los intereses de inversores que poseen el 26% del patrimonio de la Industria, para quienes desconocemos los factores más relevantes que influyen en su toma de decisiones de inversión. Por ello, si en el medio plazo la industria española de fondos de inversión se acerca a la europea y norteamericana, habrá un incremento del peso relativo de entidades financieras como inversores en la Industria, cuyas decisiones no hemos anticipado en este estudio. Podemos esperar que la rentabilidad-riesgo diferencial con respecto a otros productos y fondos será un factor decisor aún más relevante que para los hogares (y, seguramente, mejor analizado); también puede ser relevante la consideración del riesgo adicional que esta inversión aporte a la cartera previa o la posibilidad de reducir éste por diversificación. En cualquier caso, los resultados de nuestra investigación tendrán una mayor utilidad mientras la Industria no modifique de forma esencial los pesos relativos de sus inversores.

Futuras líneas de investigación

Una vez terminada esta Tesis el trabajo de investigación en este ámbito continuará.

Una futura línea de investigación podría orientarse hacia la profundización de los aspectos identificados en nuestra investigación sobre la satisfacción global de los hogares con la industria de fondos de inversión. Ligado a esta línea, la extensión geográfica de nuestro estudio, para abarcar otras regiones y países europeos puede aportar elementos de interés para contrastar la validez de nuestros resultados, por encima de factores culturales y legales.

Particularmente, la identificación que hemos realizado del tipo de hogares que invierten en fondos de inversión, a través de la EFF de 2011 puede validarse con los datos de futuras EFF, y con los datos procedentes de encuestas similares de otros países.

Otra línea de investigación puede centrarse en los grupos bancarios en los que se integran las principales SGIIC del mercado español analizando si realmente sus productos se adaptan a las necesidades de los clientes o si, por el contrario, en las estrategias de comercialización que siguen priman su propio interés.

En este sentido, podría aplicarse la encuesta *ad-hoc* de nuestra investigación a los clientes de estas SGIIC para conocer su opinión sobre la calidad del servicio que reciben, la rentabilidad ofrecida y las comisiones y gastos de gestión que aplican, así como hacérselo también a ellas mismas para contrastar las diferencias que pudieran existir en sus respectivas valoraciones, y de esta manera, recibir la información necesaria para que, en el caso de observarse diferencias significativas, adecuar su estructura organizativa y reorientar su estrategia comercial.

Finalmente, anticipando un futuro mayor peso de los inversores institucionales en esta Industria, se puede estudiar si hay otros factores diferentes de la pura optimización de la rentabilidad-riesgo que puedan influir en la toma de decisiones de estos agentes. ¿Quizás el conocimiento personal, incluso la *simpatía* de los gestores del fondo a comprar? ¿Quizás una mayor trasparencia en la toma de decisiones? ¿Quizás el CV de los miembros del equipo gestor? ¿Quizás los idiomas que hablen ambas partes y que permitan una comunicación directa o incluso el establecimiento de relaciones personales? Este es sin duda un ámbito interesante y, a la vez, complejo, que puede generar investigaciones novedosas y de valor añadido para la Industria.

Referencias bibliográficas

Abbassi, P. y T. Linzert (2011): *The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis*, Working Paper Series, 1328, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.

Abril, I. (2015): *Fondos de inversión: los ingresos por comisiones crecen al ritmo más alto en 15 años*, 13 de Abril de 2015, Diario Expansión. Consultado en http://www.expansion.com/mercados/fondos/2015/04/13/552c10f722601d9a498b456d.html.

Abril, I. (2015): *Caixabank, Santander y BBVAcopan el podio con cuotas precrisis*, 15 de Abril de 2015, Diario Expansión. Consultado en http://www.expansion.com/empresas/banca/2015/04/15/552eb7cbe2704e562e8b4573.html.

Ackermann, C., McNally, R. y D. Ravenscraft (1999): "The performance of hedge funds: Risk, return and incentives", *The Journal of Finance*, 54 (3), págs. 833-874.

Agarwal, V., Daniel, N. y N. Y. Naik (2003): *Flows, performance, and managerial incentives in hedge funds*, Annual Conference Paper, 501, The European Financial Association, Glasgow.

Aghion, P. y P. Bolton (1997): "A theory of trickle-down growth and development with debt-overhang", *Review of Economic Studies*, 64, págs. 151-172.

Agrawal, P. (2001): "The relation between savings and growth: Cointegration and causality evidence from Asia", *Applied Economics*, 33, págs. 499-513.

Ahking, F. W. (2002): "Model mis-specification and Johansen's cointegration analysis: An application to the U.S. money demand", *Journal of Macroeconomics*, 24 (1), págs. 51-66.

Aiello, S. y N. Chieffe (1999): "International index funds and the investment portfolio", *Financial Services Review*, 8, págs. 27-35.

Al-Azzam, A. y D. Hawdon (1999): *Estimating the demand for energy in Jordan: A stock-watson dynamic OLS (DOLS) approach*, School of Economics Discussion Papers, 97, Surrey Energy Economics Centre, University of Surrey, Surrey.

Alberdi, I. (2001): "Padres, madres e hijos ante los nuevos valores de la familia española", en *Estructura y cambio social: Homenaje a Salustiano del Campo*, Centro de Investigaciones Sociológicas, Madrid.

Albrecht, K. y R. Zemke (1985): *Service America!: Doing business in the service economy*, Dow Jones-Irwin, Illinois.

Alcántara, J. (2011): "La inversión directa en valores de renta fija por parte de las familias españolas", *Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 243-254.

Alegre, J. y L. Pou (2008): "El consumo y la tasa de ahorro privados de los hogares españoles: Una descomposición de los efectos, edad y cohorte*", Investigaciones Económicas,* 32 (1), págs. 87-121.

Alessie, R., Lusardi, A. and A. Kapteyn (1995): "Saving and wealth holding of the elderly", *Ricerche Economiche,* 49, págs. 293-315.

Alet, J. (1997): "Fidelización y calidad de servicio", *Investigación y marketing*, 57, pág. 18.

Alfaro, M. (2004): *Temas clave en marketing relacional*, McGraw-Hill, Nueva York.

ALFI (2014): *Setting up in Luxembourg*, Luxembourg Investment Fund Association, Luxemburgo. Consultado en http://www.alfi.lu/homepage.

Alguacil, M., Caudros, A. y V. Orts (2004): "Does saving really matter for growth? Mexico (1970-2000)", *Journal of International Development,* 16 (2), págs. 281-290.

Allen, F. y D. Gale (2004): "Competition and financial stability", *Journal of Money, Credit and Banking*, 36 (3), págs. 433-480.

Allen, D. E. y M. L. Tan (1999): "A test of the persistence in the performance of UK managed funds", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26 (5-6), págs. 559-593.

Alloway, T. (2015): *China's gray market in margin lending is probably massive,* Bloomberg Business, 9 de Julio de 2015. Consultado en http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-09/china-s-gray-market-in-margin-lending-is-probably-massive.

Allred, A. T. y H. L. Adams (2000): "Service quality at banks and credit unions. What do their customers say?", *Managing Service Quality*, 10 (1), págs. 52-60.

Alonso, J. (1997): *Comportamiento del consumidor. Decisiones y estrategias de marketing,* ESIC Editorial, Madrid.

Altman, D. (2015): *Sadow banking is killing China´s stocks markets,* The Foreign Policy Group*,* 26 de agosto de 2015. Consultado en http://foreignpolicy.com/2015/08/26/shadow-banking-is-killing-chinas-stock-markets.

Alvarez Cobelas, J. (1995): "Análisis de los fondos de inversión de renta fija en España", *Investigaciones económicas*, XIX (3), págs. 475-488.

Alvira, F. y J. García (1997): "Actitudes de los españoles hacia el ahorro", *Papeles de Economía Española*, 70, págs. 136-149.

AMF (2005): *Instrucción nº 2005-02, 25 de enero de 2005*, Autorité des Marchés Financiers, Montreal.

Anderson, E. W. y M. Sullivan (1993): "The antecedents and consequences of customer satisfaction for firms", *Marketing Science*, 12 (2), págs. 125-143.

Anderson, E. W., Fornell, C. y D. R. Lehmann (1994): "Customer satisfaction, market share and profitability: Findings from Sweden", *Journal of Marketing*, 58 (3), págs. 53-66.

Ando, A. y F. Modigliani (1963): "The "life-cycle" hypothesis of saving: Aggregate implications and tests"*, American Economic Review*, 53 (1), págs. 55-84.

Andrés, J., Molinas, C. y D. Taguas (1990): "Una función de consumo privado para la economía española: Aplicación del análisis de cointegración"*, Cuadernos Económicos de Información Comercial Española,* 44, págs. 173-212.

Andreu, E. (2014): *MiFID II obligará a las entidades que asesoran a ajustar su modelo de negocio*, Funds People, 14 de Junio de 2013. Consultado en http://www.fundspeople.com/noticias/mifid-ii-obligara-a-las-entidades-que-asesoran-a-ajustar-su-modelo-de-negocio-94518.

Angur, M., Nataraajan, R. y J. Jahera (1999): "Service quality in the banking industry: An assessment in a developing economy"*, International Journal of Bank Marketing*, 17 (3), págs. 116-123.

Anoruo, E. y Y. Ahmad (2001): "Causal relationship between domestic savings and economic growth: Evidence from seven African countries", *African Development Review*, 2 (13), págs. 238-249.

Aportela, F. (1999): *Effects of financial access on savings by low-income people*, Department of Economics, The Massachusetts Institute of Tehnology, Massachusetts.

Arasli, H., Kartircioglu, S. T. y S. Mehtap-Smadi (2005): "A comparison of service quality in the banking industry. Some evidence from Turkish and Greek speaking areas in Cyprus"*, International Journal of Bank Marketing*, 23 (7), págs. 508-526.

Argandoña, A. (1994): *Factores determinantes del ahorro*, Documento de Investigación, 276, IESE Business School, Universidad de Navarra, Barcelona.

Argimón, I. (1997): "¿Depende el ahorro familiar del comportamiento de los ahorros empresarial o público? El caso de la Unión Europea y España"*, Papeles de Economía Española*, 70, págs. 126-135.

Argimón, I., González-Páramo, J. M. y J. M. Roldán (1993): "Ahorro, riqueza y tipos de interés en España", *Investigaciones Económicas*, XVII (2), págs. 313-332.

Ashraf, N., Aycinena, D., Martínez, C. y D. Yang (2010a): *Remittances and the problem of control: A field experiment among migrants from El Salvador.* Consultado en http://essays.ssrc.org/remittances_anthology/wp-content/uploads/2009/07/Topic_2_Ashraf_etal.pdf

Ashraf, N., Karlan, D. y W. Yin (2010b): "Female empowerment: Further evidence from a commitment savings product in the Philippines", *World Development*, 28 (3), págs. 333-344.

Assogestioni (2003): *Guida alla classificazione dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle gestioni patrimoniali*, Associazione del Risparmio Gestito, Milán. http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,755,0,49,html/classificazione.

Attali, J. (2009): *Survivre aux crises,* Ed. Arthème Fayard, Paris.

Attanasio, O. P. (1993): "A cohort analysis of saving behavior by U.S. households", *Journal of Human Resources*, 33 (3), págs. 575-609.

Attanasio, O. P.(1994): "Personal saving in the United States", en *International comparisons of household saving*, University of Chicago Press, Chicago.

Attanasio, O. P. y M. Paiella (2001): "Households savings in the U.S.A.", *Research in Economics*, 55, págs. 109-132.

Attanasio, O. P. y M. Székely (1998): "Ahorro de los hogares y distribución del ingreso en Mexico", *Economía Mexicana, Nueva Época,* 8 (2), págs. 267-338.

Attanasio, O. P. y G. Weber (1994): "The UK consumption boom of the late 1980s: Aggregate implications of microeconomic evidence", *The Economic Journal*, 104 (427), págs. 1269-1302.

Avery, R. y A. Kennickell (1991): "Household Saving in the U.S", *Review of Income and Wealth*, 37 (4), págs. 409-432.

Avkiran, N. K. (1994): "Developing an instrument to measure customer service quality in branch banking", *International Journal of Bank Marketing*, 12 (6), págs. 10-18.

Avkiran, N. K. (1999): "Quality customer service demands human contact", *International Journal of Bank Marketing*, 17 (2), págs. 61-74.

Ayuso, J., Jimeno, J. F. y E. Villanueva (2007): *Los efectos de los incentivos fiscales* al *ahorro para la jubilación*, Boletín Económico*,* Noviembre 2007, Banco de España, Madrid.

Baba, Y., Hendry, D. F. y R. M. Starr (1992). "The demand for M1 in the USA, 1960-1988", *The Review of Economic Studies*, 59, págs. 25-61.

Baharumshah, A. Z., Thanoon, M. A. y Rashid, S. (2003): "Savings dynamic in Asian countries", *Journal of Asian Economics*, 13, págs. 827-845.

Bahia, K. y J. Nantel (2000): "A reliable and valid measurement scale for the perceived service quality of banks", *International Journal of Bank Marketing*, 18 (2), págs. 81-84.

Bahmani-Oskooee, M., Galindo, M. A. y F. Niroomand (1998): *Crecimiento, ahorro e imposición,* 20, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.

Balarezo, J. (2010): *International diversification using cointegration and modern portfolio theory*, Master Thesis, 24 de Agosto de 2010, Copenhagen Business School, Copenhague.

Banco de España (2004): *Encuesta Financiera de las Familias 2004: Descripción, métodos y resultados preliminares*, Boletín Económico, Noviembre 2004, Banco de España, Madrid.

Banco de España (2007): *Encuesta Financiera de las Familias 2005: Métodos*, *resultados y cambios entre 2002 y 2005*, Boletín Económico, Diciembre 2007, Banco de España, Madrid.

Banco de España (2008): *Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: Enero de 2008*, Boletín Económico, Enero 2008, Banco de España, Madrid.

Banco de España (2010): *Encuesta Financiera de las Familias 2008: Métodos, resultados y cambios desde 2005*, Boletín Económico, Diciembre 2010, Banco de España, Madrid.

Banco de España (2014): *Encuesta Financiera de las Familias 2011: Métodos, resultados y cambios desde 2008*, Boletín Económico, Enero 2014, Banco de España, Madrid.

Banco de España (2014): *Factores determinantes de la evolución de los precios*, Banco de España, Madrid. Consultado en http://www.generationeuro.eu/files/Factors_price_development_ES.pdf

Banco de España y CNMV (2015): *El 5 de octubre se celebra el primer Día de la Educación Financiera*, 21 de septiembre de 2015, Departamento de Comunicación, Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid.

Banco Mundial (1993): *The East Asian miracle: Economic growth and public policy*, Agosto 1993, Banco Mundial, Washington D.C.

Banco Santander (2015): *Santander Asset Management y Pioneer Investments unen fuerzas para crear una gestora de activos global líder en Europa y Latinoamérica,* Nota de prensa, 23 de Abril de 2015, Banco Santander, Madrid.

Banerjee, A. y A. Newman (1993): "Occupational choice and the process of development", *Journal of Political Economy*, 101 (21), págs. 274-98.

Banks, J. y S. Rohwedder (2001): "Life-cycle saving patterns and pension arrangements in the UK", *Research in Economics*, 55 (1), págs. 83-107.

Bankinter (2014): *Llega MiFID II: ¿qué es y cómo me afecta?,* Blog, Bankinter, Madrid. Consultado en http://blog.bankinter.com/blogs/bankinter/archive/2014/06/04/nueva-normativa-financiara.aspx.

Barata, J. M. y L. M. Pacheco (2003): *Asset prices and monetary policy: Wealth efects on consumption*, Paper for 20th Symposium on Banking and Monetary Economics, 5 y 6 de Junio de 2003, University of Birmingham, Birmingham.

Barber, B. M., Odean, T. y L. Zheng (2005): "Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual fund flows"*, The Journal of Business*, 78 (6), págs. 2095-2120.

Barral, G. (2014): *MiFID.* Consultado en http://www.expansion.com/diccionarioeconomico/mifid.html

Barrero, M. (2003): *Manual de fondos de inversión: Nacionales e internacionales. Actualización y revision,* Inversor Ediciones, Madrid.

Barro, R. (1974). "Are government bonds net wealth?", *Journal of Political Economy*, 82 (6), págs. 1095-1117.

Barroso, C. (1995): *El marketing bancario. Un enfoque estratégico*, ESIC Editorial, Madrid.

Bath, M. A. (2005): "Correlates of service quality in banks: An empirical investigation", *Journal of Services Research*, 5 (1), págs. 77-99.

Bauer, H. H., Hammerschmidt, M. y T. Falk (2005): *"Measuring the quality of e*-banking portals", *International Journal of Bank Marketing*, 23 (2), págs. 153-175.

Bayoumi, T. y H. Edison (2003): *Is wealth increasingly driving consumption*, Staff Reports, 101, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.

BBVA (2015): *Productos de inversión colectiva*. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Bilbao. Consultado en https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/index.jsp

BBVA (2015): *Fondos de inversión para todos los públicos*, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Bilbao. Consultado en https://www.blogbbva.es/fondos-inversion.

BCE (2009): *Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón*, Boletín Mensual, Octubre 2009*,* Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.

BCE (2010): *Interbank market integration, loan rates, and firm leverage*, Working Paper Series*,* 1252, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.

BCE (2010): *La respuesta del BCE a la crisis financiera*, Boletín Mensual, Octubre 2010, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. y R. Levine (2007): "Finance, inequality, and the poor", *Journal of Economic Growth*, 12, págs. 27-49.

Beckmann, E., Hake, M. y J. Urvova (2013): *Determinants of households' savings in Central, Eastern and Southeastern Europe*, XI. Emerging Markets Workshop, 4 y 5 de Noviembre de 2013, Oesterreichische Nationalbank, Viena.

Beckwith, J. (2015): *Los costes ocultos de los fondos*, 25 de Febrero de 2015, Morningstar, Chicago. Consultado en http://www.morningstar.es/es/news/134844/los-costes-ocultos-de-los-fondos.aspx.

Benabou, R. y J. Tirole (2003): "Intrinsic y extrinsic motivation", *Review of Economic* S*tudies*, 70, págs. 489-520.

Benford, J., Berry, S., Nikolov, K., Robson, M. y C. Young (2009): *Quantitative easing,* Quarterly Bulletin, 2009/Q2, Bank of England, Londres.

Bergstresser, D., Chalmers, J. y P. Tufano (2009): "Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry", *Review of Financial Studies*, 22 (10), págs. 4129-4156.

Bernal, M. A. y S. Míguez (2014): *España: Una nueva hoja de ruta para el ahorro*, Working Paper, 1002, Departamento de Investigación, Observatorio IEB - Inversión, Instituto de Estudios Bursátiles, Madrid.

Bernanke, B. y M. Gertler (1989): "Agency cost, net worth, and business fuctuations", *The American Economic Review*, 79, págs. 14-31.

Bernheim, B. D., Garrett, D. M., y D. M. Maki (2001): "Education and saving: The long-term effects of high school financial curriculum mandates", *Journal of Public Economics*, 80, págs. 435-465.

Bernheim, B. y J. K. Scholz (1993): *Private saving and public policy,* Tax Policy and the Economy, 7, The Massachusetts Institute of Technology Press, Massachusetts.

Bernheim, B. D. y J. K. Scholz (1999): *Saving and taxes.* Encyclopedia of Taxation and Tax Policy, Urban Institute Press, Washington D.C.

Berry, S., Willians, R. y M. Waldron (2009): *Household saving. Research and analysis,* Quarterly Bulletin, 2009/Q3, Bank of England, Londres.

Bérubé, G. y D. Côté (2000): *Long-Term determinants of the personal savings rate: Literature. Review and some empirical results for Canada,* Working Paper, 3, Bank of Canada, Ottawa.

Besley, T. y C. Meghir (1998): *Tax based saving incentives*, London School of Economics and IFS, Londres.

Bigné, J. E., Moliner, M. A., Vallet, T. M. y J. Sánchez (1997): "Un estudio comparativo de los instrumentos de medición de la calidad de los servicios públicos", *Revista Española de Investigación de Marketing*, 1 (1), págs. 33-53.

Blagrave, P., Dao, M., Furceri, D., GarcíaSaltos, R., Celik, S. K., Schnücker, A., Yepez, J. y F. Zhang (2015): *¿Hacia dónde nos encaminamos? Perspectivas en torno al producto potencial,* Perspectivas de la economía mundial, Abril 2015, Nota de prensa, 3, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

Blake, C. R. y M. R. Morey (2000): "Morningstar ratings and mutual fund performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (3), págs. 451-483.

Blake, D. y A. Timmermann (1998): "Mutual fund performance: Evidence from the UK", *European Finance Review*, 2 (1), págs. 57-77.

Blake, D. y A. Timmermann (2003): *Performance persistence in mutual funds: An independent assesment of the studies*, by Charles River Associates for the Investment Management Association, Londres.

Blanchard, O. (2006): *Macroeconomía*, Pearson Prentice Hall, New Jersey.

Bloemer, J., De Ruyter, K. y P. Peeters (1998): "Investigating drivers of bank loyalty: the complex relationship between image, service quality and satisfaction", *International Journal of Bank Marketing*, 16 (7), págs. 276-286.

Bloom, D. E., Canning, D. y B. Graham (2003): "Longevity and life cycle savings", *Scandinavian Journal of Economics,* 105 (3), págs. 319-338.

Bloomberg News (2015): *Losing $1 billion each minute, China blames the wrong group,* Bloomberg News, 5 de Julio de 2015. Consultado en http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-10-16/goldman-sachs-said-to-dismiss-20-analysts-for-cheating-on-tests.

Bloomberg News (2015): *China's stock crash is spurring a shakeout in shadow bank,*. Bloomberg News, 7 de Agosto de 2015. Consultado en http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-07/china-s-stock-crash-is-spurring-a-shakeout-in-its-shadow-banks.

Bogle, J. C. (2005): *Reflections:* "The mutual fund industry sixty years later: For better or worse?", *Financial Analysts Journal*, 61 (1), págs. 15-24.

Bosch, M., Melguizo, A. y C. Pages (2013): *Mejores pensiones, mejores trabajos. Hacia la cobertura universal en America Latina y el Caribe*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C.

Bosch, M. Melguizo, A., Peña, E. X. y D. Tuesta (2015): "El ahorro en condiciones formales e informales", Documento de trabajo, 23, BBVA Research, Madrid.

Börsch-Supan, A. (1993): "Household savings in Germany, part I: Incentives", en *World savings: An international survey*, Blackwell Publishing, Oxford.

Börsch-Supan, A. (1994): "Household savings in Germany, part II: Behaviour", en *International Comparisons of Household Savings,* University of Chicago Press, Chicago.

Börsch-Supan, A. (2001): "International comparison of household savings behaviour: A study of life-cycle savings in seven countries", *Research in Economics*, 55, págs. 1-14.

Börsch-Supan, A. y L. Essig (2005): "Household saving in Germany: Results of the first *SAVE study"*, en *Analyses in the Economics of Aging*, David A. Wise, editor, University of Chicago Press, Chicago.

Bosworth, B., Burtless, G. y J. Sabelhaus (1991): "The decline in saving: Evidence from household surveys", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, págs. 183-256.

Bover (2005): "Wealth effects on consumption: *Microeconometric estimates from the Spanish survey of households finances*, Documento de Trabajo, 0522, Banco de España, Madrid.

Bover, O. (2008): *Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: Resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005*, Documento Ocasional, 0810, Banco de España, Madrid.

Bravo, M. (2015): *Fondos de Inversión: Evolución histórica y situación actual*, Trabajo de Fin de Máster en Banca y Finanzas, Facultad de Economía y Empresa, Universidad de La Coruña, La Coruña.

Briones, L. (2011): "Fiscalidad y ahorro familiar", *Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 141-161.

Brooks, C. (2002): *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge University Press, Londres.

Brown, S. y W. Goetzmann (1995): "Performance persistence", *Journal of Finance*, 50 (2), págs. 679-698.

Brown S. y W. Goetzmann (1997): "Mutual funds styles", *Journal of Financial Economics,* 43, págs. 373-399.

Brown, K., Harlow, W. y L. Starks (1996): "Of tournaments and temptations: An analysis of managerial incentives in the mutual fund industry", *Journal of Finance*, LI (1), págs. 85-110.

Browning, M. y A. Lusardi (1996): "Household saving: Micro theories and micro facts", *Journal of Economic Literature*, 34 (4), págs. 1797-1855.

Brugiavini, A. y M. Padula (2001): "Too much for retirement? Saving in Italy", *Research in Economics*, 55 (1), págs. 39-60.

Bullock, H. (1959): *The story of investment companies,* Columbia University Press*,* Nueva York.

Brun, X. (2006): *Fuentes de riesgo en los fondos de inversión libre (Hedge funds)*, Universidad de Barcelona, Barcelona.

Burney, N. y A. H. Khan (1992): "Socio-economic characteristics and household savings: An analysis of household saving behaviour in Pakistan", *The Pakistan Development Review*, 31 (1), págs. 31-48.

Bustelo, P. (1998): "The east asian financial crises: An analytical survey", Working Papers, 10, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Madrid.

Bustelo, P. (1999): "Las crisis financieras asiáticas (1997-1999): Nuevos indicadores y escasos precedentes", Boletín Económico, 2626, 6 y 12 de Septiembre de 1999, Información Comercial Española, Madrid.

Bustelo, P. (2000): Las *crisis financieras y productivas en Asia oriental (1997-1999): Un análisis crítico*, Artículo en Diego Guerrero, *Macroeconomía y crisis mundial*, Trotta, Madrid.

Butelmann, A. y F. Gallego (2000): "Ahorro de los hogares en Chile: Evidencia microeconómica", *Economía chilena,* 3 (1), págs. 5-24.

Butelmann, A. y F. Gallego (2001): *Estimaciones de los determinantes del ahorro voluntario de los hogares en Chile (1988 y 1997),* Documento de Trabajo, 97, Banco Central de Chile, Santiago de Chile.

Buzzell, R. D. y B. T. Gale (1987): *The PIMS principles: Linking strategy to performance,* Free Press, Nueva York.

Caballero, F. F. (2011): *Selección de modelos mediante criterios de información en análisis factorial. Aspectos teóricos y computacionales,* Tesis Doctoral. Universidad de Granada, Granada.

Calderón, C. y L. Liu (2003): "The direction of causality between financial development and economic growth", *Journal of Development Economics*, 72, págs. 321-334.

Callen, T. y C. Thimann (1997): *Empirical determinants of household saving: Evidence from OECD countries*, Working Paper, 81, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

Camacho-Gutierrez, P. (2010): *Dynamic OLS estimation of the U.S. import demand* for *Mexican crude oil,* Munich Personal RePEc Archive, Marzo 2010, Texas A&M International University, Texas.

Cambón, M. I. y M. A. Martínez (2010): *Los fondos de inversión españoles: Evolución reciente e impacto de la crisis financiera,* Boletín Trimestral, I, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid.

Cambón, M. I. (2011): *Rentabilidad de los fondos de inversión españoles: Un análisis* de sus determinantes, Documento de Trabajo, 48, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid.

Campbell, J. Y. (1987). "Does saving anticipate declining labour income? An alternative test of the permanent income hypothesis", *Econometrica,* 55 (6), págs. 1249-1273.

Campbell, J. y J. Cocco (2004): *How do house prices affect consumption? Evidence from micro data,* Meeting Papers, 304, Society for Economic Dynamics, University of Stony Brook, Stony Brook.

Canals, C. (2011): *Incentivos fiscales al ahorro: ¿funcionan?*, La Caixa, Informe Mensual, 344.

Capon, N., Fitzsimons, G. J. y R. A. Prince (1996): "An individual level analysis of the mutual fund investment decision", *Journal of Financial Services Research,* 10 (1), págs. 59-82.

Carbó, S., López del Paso, R. y F. Rodríguez (2009): *Financial innovations in banking. Impact of regional growth,* Departmento de Teoría e Historia Económica, Universidad de Granada, Granada.

Carbó, S. Mansilla, J. M. y E. Maqui (2009). "El ahorro financiero de los hogares españoles: Perspectivas tras el segundo año de crisis", *Cuadernos de Información Económica,* 212, págs. 115-122.

Carhart, M. (1992): *Persistence in mutual fund performance re-examined*, University of Chicago, Chicago.

Carhart M. (1997): "On persistence in mutual fund performance", *Journal of Finance*, LII (1), págs. 57-82.

Carhart, M., Carpenter, J., Lynch, A. y D. Musto (2000): *Mutual fund survivorship*. Consultado en http://ssrn.com/abstract=238713.

Carlson, R. (1970): "Aggregate performance of mutual funds, 1948- 1967", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5 (1), Cambridge University Press, Cambridge.

Carnero Lorenzo, F. (2003): *Las Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica,* Documento de Trabajo*,* 0301, Asociación Española de Historia Económica, Madrid.

Carrillo, C., y J. M. Lamamié de Clairac (2011): "Educación financiera y ahorro *familiar.* Implicaciones de la crisis financiera global", *Fundación de Estudios Financieros,* 39, págs. 163-171.

Carrol, C. D., Otsuka, M. y J. Slacalek (2006): *How large is the housing wealth efect? A new approach*, Working Paper Series, 12746, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Carroll, C. D., Dynan, K. E. y S. D. Krane (2003): "Unemployment risk and precautionary wealth: Evidence from households' balance sheets", *Review of Economics and Statistics,* 85 (3), págs. 586-604.

Carpenter, J. N. y A. W. Lynch (1999): "Survivorship bias and attrition effects in measures of performance persistence", *Journal of Financial Economics*, 54, págs. 337-374.

Casado, J. y L. Martínez (1992): *Conocer los fondos de inversión*, Gestión 2000, Barcelona.

Casas, A. C. (2003): *El mercado español de Fondos de Inversión: Análisis económico-financiero,* Monográfica, 31, Biblioteca de Económicas y Empresariales, Universidad de Granada, Granada.

Case, K. E., Quigley J. M. y R. J. Shiller (2005): "Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market", *Advances in Macroeconomics*, 5 (1), pág. 1235.

Castelló, E. (1996): "La apuesta por la calidad en el sector bancario español", *Boletín de estudios económicos*, 51 (157), págs. 47-66.

Castro Corbat, M. J. (1965): *Fondos comunes de inversión*, Depalma, Buenos Aires,

CatalunyaCaixa (2007): "Cambios en la tasa de dependencia de España y la Unión Europea", *Consumo y Economía Familiar*, 49, págs. 43-59.

CatalunyaCaixa (2011): *Informe sobre el consumo y la economía familiar*, Servicio de Estudios, CatalunyaCaixa, Barcelona.

CatalunyaCaixa (2014): *Políticas MiFID. Pautas de cumplimiento normativo*, CatalunyaCaixa, Barcelona.

Cauces (2010): "La política económica española en tiempos de crisis*"*, *Cuadernos del Consejo Económico y Social, 12,* págs. 6-30.

Chang, E. C. y W. G. Lewellen (1984): "Market timing and mutual fund investment performance", *Journal of Business*, 57 (1), 1, págs. 57-72.

Chevalier, J. y G. Ellison (1997): "Risk taking by mutual funds as a response to incentives", *The Journal of Political Economy*, 105 (6), págs. 1167-1200.

Chi, C., Lewis, B. R. y W. Park (2003): "Service quality measurement in the banking sector in South Korea", *International Journal of Bank Marketing*, 21 (4), págs. 191-201.

Christoffersen, S. E. K., y D. K. Musto (2002): "Demand curves and the pricing of money management", *Review of Financial Studies*, 15 (5), págs. 1499-1524.

Circular 3/2003, de 29 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, nº 11.

Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre instituciones de inversión colectiva de inversión libre. Boletín Oficial del Estado, nº 117.

Circular 2/2006, de 27 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, nº 176.

Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 279.

Circular 1/2007, de 11 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea, que modifica parcialmente la Circular 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Monetaria Europea. Boletín Oficial del Estado, nº 178.

Circular 2/2008, de 26 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria. Boletín Oficial del Estado, nº 107.

Circular 3/2008, de 11 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las instituciones de inversión colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 238.

Circular 5/2008, de 5 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea. Boletín Oficial del Estado, nº 279.

Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de Instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora. Boletín Oficial del Estado, nº 42.

Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión. Boletín Oficial del Estado, nº 306.

Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 9.

Circular 2/2011, de 9 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, nº 148.

Circular 3/2011, de 9 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora. Boletín Oficial del Estado, nº 152.

Circular 4/2011, de 16 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 4/2008, de 11 de septiembre, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva y del estado de posición. Boletín Oficial del Estado, nº 293.

Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo. Boletín Oficial del Estado, nº 309.

Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 124.

Circular 4/2014, de 27 de octubre, de la CNMV, por la que se modifica la Circular 1/2007, de 11 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea, que modifica parcialmente la Circular 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Monetaria Europea. Boletín Oficial del Estado, nº 271.

Circular 5/2014, de 27 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que modifica la Circular 5/2008, de 5 de noviembre, sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea. Boletín Oficial del Estado, nº 271.

Ciriaco, A. y R. Santamaría (2005): "Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles*", Investigaciones Económicas*, XXIX (3), págs. 525-573.

Colectivo Ioé (2013): *Expansión del neoliberalismo y políticas sociales. Una lectura de la crisis desde el barómetro social de España*, Febrero 2013, Colectivo Ioé, Madrid. Consultado en http://www.barometrosocial.es/archivos/BSE2011_PolSoc.pdf.

Colectivo Ioé (2015): *La desigualdad de riqueza se dispara un 60% en la primera década del siglo XXI*, Barómetro Social de España, Marzo 2015, Colectivo Ioé, Madrid. Consultado en http://barometrosocial.es/archivos/1183.

Colom, A. (2012): *La crisis económica española: orígenes y consecuencias. Una aproximación crítica*, XIII Jornadas de Economía Crítica, Febrero 2012, Sevilla.

Colombás, M. (2014): *La ardua labor del explicar el riesgo*, Inverco, Madrid. Consultado en http://www.slideshare.net/Observatorio-Inverco/la-labor-de-explicar-el-riesgo-miguel-colombs.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2014): *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación (años 1999-2014).*

CESR *(2010): CESR's Guidelines on a common definition of eEuropean money market funds*, Committee of European Securities Regulators, 49, 19 de Mayo de 2010.

Contreras, C. (1993): "Un balance de la guerra de los fondos de inversión*", Papeles de Economía Española*, 54, págs. 246-267.

Córdoba, M. (2005): *La práctica de los mercados financieros*, Dykinson, Madrid.

Coronado, I. (2003): *Entidades bancarias y sus relaciones con clientes de fondos de inversión,* Tesis Doctoral, Servicio de Publicaciones, Universidad de Málaga, Malaga.

Corsetti, G., Devereux, M. P., Hassler, J., Saint-Paul, G., Sinn, H. W., Sturm J. E. y X. Vives (2011): *España*, Ocasional Paper, 193, Public-Private Sector Research Center, IESE Business School, Universidad de Navarra, Barcelona.

Cox, J. D. y J. W. Payne (2005): "Mutual fund expense disclosures: A behavioral perspective*". Washington University Law Review*, 83 (4), págs. 907-938.

Cronin, J. J. y S. A. Taylor (1992): "Measuring service quality: A reexamination and extension", *Journal of Marketing*, 56, págs. 55-68.

Cronin, J. J. y S. A. Taylor (1994): "Servperf versus Servqual: Reconciling performance based and perceptions minus expectations measurement of service quality", *Journal of Marketing*, 58, págs. 125-131.

Cuadro-Sáez, L. (2011). *Determinantes y perspectivas de la tasa de ahorro en Estados Unidos,* Boletín Económico, Abril 2011, Banco de España, Madrid.

Cukierman, A. y A. Muscatelli (2008): "Nonlinear Taylor rules and asymmetric preferences in Central Banking: Evidence from the United Kingdom and the United States", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 8 (1), 7, págs. 1- 31.

Culiberg, B. y I. Rojsek (2010): "Identifying service quality dimensions as antecedents to customer satisfaction in retail banking", *Economic and Business Review*, 22 (3), págs. 151-166.

Cutter, D. M., Poterba, J. M., Sheiner, L. M. y L. H. Summers (1990): "An Aging society: Opportunity or challenge?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.

Davidoff, D. (2011). "Ahorro familiar en la zona euro", *Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 87-98.

Davies, J. B. (1981): "Uncertain lifetime, consumption, and dissaving in retirement", *Journal of Political Economy*, 89 (3), págs. 561-577.

Davies, J. B., Sandström, S., Shorrocks A., y E. N. Wolff (2008): *The world distribution of household wealth*, Discussion Papers, 03, World Institute for Development Economics, Helsinki.

Deaton, A. (1990). *Understanding Consumption*, Oxford Scholarship Online, University of Oxford, Oxford.

Deaton, A. y C. Paxson (1994): "Saving, growth, and aging in Taiwan", en *Studies in the Economics of Aging,* David A. Wise, editor, Chicago University Press, Chicago.

Deaton, A. y C. Paxson (2000): "Growth and saving among individuals and households", *Review of Economics and Statistics*, 82 (2), págs. 212-225.

Deepthi, F., Kappler, L., Sulla, V., y D. Vittas (2003): *The global growth of mutual funds,* Policy Research Working Paper, 3055, The World Bank, Washington D.C.

Deloitte (2010): *La Inversión Colectiva en España: Un sector maduro con una fiscalidad atractiva,* Deloitte, Madrid. Consultado en http://www.madridfinancialcentre.org.

Demery, D. y N. W. Duck (2006): "Saving-age profiles in the UK", *Journal of Population Economics*, 19 (3), págs. 521-541.

Denison, E.F. (1995): "Saving in the national economy: From the national income perspective", *Survey of Current Business*, 35, págs. 8-24.

Denizer, C. y H. C. Wolf (1998): *Household savings in transition economies*, Working Papers Series, 6457, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Detzler, M. L. (1999): "The performance of global bond mutual funds", *Journal of Banking and Finance*, 23 (8), págs. 1195-1217.

Detzel F. L. y R. A. Weigand (1998): "Explaining persistence in mutual fund performance", *Financial Services Review*, 7 (1), págs. 45-55.

Detzler, M. y J. Wiggins (1997): "The performance of actively managed international mutual funds", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 8, págs. 291-313.

Devine, T. M. (2006): *The Scottish nation 1700-2007*, Penguin, London.

De Franssu, J. B. (2010): *Entrevista a Jean-Baptiste de Franssu, Presidente de Efama, Federación Europea de Fondos y Gestión de Activos*, Observatorio Inverco, Madrid.

Consultado en http://www.observatorioinverco.com/entrevista-a-jean-baptiste-de-franssu-presidente-de efama

De La Fuente, A. y R. Doménech (2015): *El nivel educativo de la población en España y sus regiones: 1960-2011*, Documento de trabajo, 07, BBVA Research, Madrid.

De La Peña, L. (2013): "Cuentas ómnibus, aunque tarde", 31 de Agosto de 2013. *Funds People*, 56. Consultado en http://garrigues.com/es_ES/noticia/cuentas-omnibus-aunque-tarde.

De Larosière (2009): *The De Larosière report on financial supervision*, European Commission, Bruselas.

De Lucas, A. (1998): *Fondos de inversión en España: Análisis del performance*, Bolsa de Madrid, Madrid.

Del Olmo García, F. (2011): "La tasa de ahorro de los hogares españoles ante la crisis económica. Análisis de sus causas y efectos", *Contribuciones a la Economía*, Mayo 2011.

Del Río, A. y J. A. Cuenca (2011): *La evolución financiera de los hogares y sociedades del área del euro en 2010,* Boletín Económico, Mayo 2011, Banco de España, Madrid.

DGT (2015): *Seguridad vial*, Dirección General de Tráfico, Madrid. Consultado en http://www.dgt.es/es/seguridad-vial/.

Díaz Ruiz, E. y S. Ruiz Bachs (2008): "Transposición de MiFID en España", *Revista Actualidad Jurídica Uría y Menéndez*, 19, págs. 15-24.

Dickey, D. A. y W. A. Fuller (1979): "Distributions of the estimators for autoregressive time series with a unit root", *Journal of American Statistical Association*, 74 (366), págs. 427-481.

Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Diario Oficial de la Unión Europea, 31 de diciembre de 1985.

Directiva 88/220/CEE del Consejo, de 22 de marzo de 1988, que modifica la Directiva 85/611/CEE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo relativo a la política de inversión de determinados (OICVM). Diario Oficial de la Unión Europea, 19 de Abril de 1988..

Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos. Diario Oficial de la Unión Europea, 31 de Mayo de 1994.

Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995, por la que se modifican las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, relativas a las entidades de crédito, las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE, relativas al seguro directo distinto del seguro de vida, las Directivas 79/267/CEE y 92/96/CEE, relativas al seguro directo de vida, la Directiva 93/22/CEE, relativa a las empresas de inversión y la Directiva 85/611/CEE,

sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) con objeto de reforzar la supervisión prudencial. Diario Oficial de la Unión Europea, 18 de Julio de 1995.

Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores. Diario Oficial de la Unión Europea, 26 de Marzo de 1997.

Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados. Diario Oficial de la Unión Europea, 13 de Febrero de 2002.

Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM. Diario Oficial de la Unión Europea, 13 de Febrero de 2002.

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo. Diario Oficial de la Unión Europea, 30 de Abril de 2004.

Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva. Diario Oficial de la Unión Europea, 2 Septiembre de 2006.

Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones. Boletín Oficial de Unión Europea, 20 de Marzo de 2007.

Directiva 2009/14/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009, por la que se modifica la Directiva 94/19/CE, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago. Diario Oficial de la Unión Europea, 13 de Marzo de 2009.

Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Diario Oficial de la Unión Europea, 17 de Noviembre de 2009.

Directiva 2010/42/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a determinadas disposiciones relativas a las fusiones de fondos, las estructuras de tipo principal-subordinado y el procedimiento de notificación. Diario Oficial de la Unión Europea, 10 de Julio de 2010.

Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión. Diario Oficial de la Unión Europea, 10 de Julio de 2010.

Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) nº 1060/2009 y (UE) nº 1095/2010. Diario Oficial de la Unión Europea, 1 de Julio de 2011.

Directiva 2011/89/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, por la que se modifican las Directivas 98/78/CE, 2002/87/CE, 2006/48/CE y 2009/138/CE en lo relativo a la supervisión adicional de las entidades financieras que formen parte de un conglomerado financiero. Diario Oficial de la Unión Europea, 8 de Diciembre de 2011.

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Diario Oficial de la Unión Europea, de 15 de Mayo de 2014.

Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, que modifica la Directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones. Diario Oficial de la Unión Europea, 28 de Agosto de 2014

Disyatat, P. (2009): *Medidas de política monetaria no convencionales durante la crisis actual,* Presentación General del Informe Trimestral del Banco de Pagos Internacionales, 13 de Julio de 2009.

Doğru, B. y M. Recepoğlu (2013): "Dynamic analysis of money demand function in Turkey", *International Journal of Economics and Finance*, 5 (9), págs. 20-27.

Domenech, R., Cutanda, A. y J. Andrés (1997): "Los determinantes del ahorro y su influencia en el crecimiento económico", *Papeles de Economía Española*, 70, págs. 172-185.

Domínguez, J. M. y R. López (2007). "Ahorro, inversión y necesidad de financiación", *Papeles de Economía Española*, 111, págs. 198-215.

Dominitz, J., Hung, A. y J. K. Yoong (2008): *How do mutual fund fees Affect investor choices? Evidence from survey experiments*, RAND Corporation, 23 de Diciembre de 2008.

Doshi, K. (1994): "Determinants of the saving rate: An international comparison", *Contemporary Economic Policy*, 12 (1), págs. 37-45.

Droms, W. G. y D. A. Walker (1995): "Determinants of variation in mutual fund returns", *Applied Financial Economics*, 5 (6), págs. 383-389.

Droms, W. G. y D. A. Walker (2001): "Persistence of mutual fund operating characteristics*:* Returns, turnovers rates and expense ratios", *Applied Financial Economics*, 11 (4), págs. 457-466.

Duesenberry, J. S. (1949): *Income, saving and the theory of consumer behaviour*, Harvard Economic Studies, LXXXVII, Harvard University Press, Massachusetts.

Dunlop, A. I. (1992): *The Scottish ministers´ widows´ fund, 1743-1993,* St. Andrew Press, Edimburgo.

Dupas, P. y J. Robinson (2009): *Savings constraints and microenterprise development: Evidence from a field experiment in Kenya*, Working Paper, 14693, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Durán, J. J. (2004): "Contabilidad, finanzas empresariales y mano visible", *Revista de Contabilidad*, 7, *Número Monográfico,* 2004, págs. 53-87.

Dvornak, N. y M. Kohler (2007): "Housing wealth, stock market wealth and consumption: A panel analysis for Australia", *The Economic Record*, 83 (261), págs. 117-130.

Dynan, K. E. y D. M. Maki (2001): *Does stock market wealth matter for consumption,* Discussion Series, 23, The Federal Reserve Board, Washington D.C.

Edelen R. (1999): "Investor flows and the assessed performance of open-end mutual funds", *Journal of Financial Economics*, 53, págs. 439-446.

EFAMA (2008): *The European fund classification. An EFAMA proyect to facilitate the comparison of investment funds: A pan-european approach*, European Fund and Asset Management Association, Bruselas.

EFAMA (2012): *Asset management in Europe. Facts and figures*, European Fund and Asset Management Association, Bruselas.

EFAMA (2014): *Asset management in Europe. Facts and figures*, European Fund and Asset Management Association, Bruselas.

EFAMA (2014): *Trends in European investment funds*, European Fund and Asset Management Association, Bruselas.

EFAMA (2014): *Building blocks for industry driven investor education initiatives*. *Report on investor education*, European Fund and Asset Management Association, Bruselas.

EFAMA (2015): *Asset management in Europe*. *Facts and figures*, European Fund and Asset Management Association, Bruselas.

Eguren, T., Elvira, O. y P. Larraga (2009): *Asesoramiento financiero en la práctica: Proceso de asesoramiento y planificación financiera, y ética de asesoramiento financiero*, Profit Editorial, Barcelona.

elEconomista.es (2015): *El 19,2% del patrimonio de los fondos de inversión fue traspasado en el primer semestre de 2015*, 20 de Octubre de 2015, elEconomista.es. Consultado en http://www.eleconomista.es/economia/noticias/7084980/10/15/El-192-del-patrimonio-de-los-fondos-de-inversion-fue-traspasado-en-el-primer-semestre-de-2015.html

Elton, E. J., Gruber, M., Das, S. y M. Hlavka (1993): "Efficiency with costly information: A re-interpretation of evidencies from manager portfolios*"*, *Review of Financial Studies*, 6.

Elton, E. J., Gruber, M., Das, S. y C. Blake (1996): "The persistence of risk-ajusted mutual fund performance", *Journal of Business*, 69, págs. 133-157.

Embajada de España (2007): Inversiones hispano-luxemburguesas, Oficina Económica y Comercial, Embajada de España, Bruselas, 12 de Abril de 2007.

Engen, E. M., Gale, W. G. y J. K. Scholz (1996): "The illusory effects of saving incentives on saving*"*, *The Journal of Economic Perspectives*, 10 (4), págs. 113-138.

Engelhardt, G. V. (1996): "House prices and home owner saving behavior", *Regional Science and Urban Economics*, 26 (3-4), págs. 313-336.

Engle, R. y C. Granger (1987): "Co-integration and error correction: Representation, estimation, and testing", *Econométrica,* 55 (2), págs. 251-76.

Engström, S. (2003): "Costly information, diversification and international mutual fund performance", *Pacific-Basin Finance Journal*., 11 (4), págs. 463-482.

Espina, A. (2004): *Sobre estabilidad de precios, deflación y trampas de liquidez en el G-3*, Documento de Trabajo, 3, Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos, Madrid.

Esteve, M. y M. A. Prats (2011): "La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera Internacional", *Principios: Estudios de Economía Política*, 19, págs. 5-34.

Esteve, V. y C. R. Tamarit (1994): "Determinantes de los tipos de interés reales a largo plazo en España"*, Revista de Economía Aplicada,* 5 (11), págs. 27- 50.

Estrada, A. y A. Buisán (1999): *El gasto de las familias en España*, Estudios Económicos, 65, Banco de España, Madrid.

Evans, O. (1983): "Social security and household saving in the United States: A re-examination", *International Monetary Fund Staff Papers*, 30 (3), págs. 601-618.

Ewing, B. T. y J. E. Payne (1998): "The long-run relation between the personal savings rate and consumer sentiment", *Financial Counseling and Planning*, 9 (1), págs. 89- 96.

Faffa, J. C. (1963): *Les sociétés d'investissement et la gestion colletive de l'égargne*, Editions Cujas, París.

Fall, M., Loisy, C. y G. Talon (2001): "An empirical analysis of household savings in France 1984-1998", *Research in Economics*, 55 (2), págs. 155-172.

Fant L. F. (1999): "Investment behavior of mutual fund shareholders: The evidence from aggregate fund flows", *Journal of Financial Markets*, 2, págs. 391-402.

FEF (2013): "*Informe sobre el mercado hipotecario español*", Documento de Trabajo, 1, Fundación de Estudios Financieros, Madrid.

Feldstein, M. (1974): "Social Security and saving: the extended life-cycle theory", *American Economic Review*, 66 (2), págs. 77-87.

Feldstein, M. (1980): "International differences in social security and saving", *Journal of public economies*, XIV (2), págs. 225-244.

Feldstein, M. (1983): "Comment"*,* en *The determinants of national saving and wealth*, MacMillan, Londres.

Ferguson, M. (2007): *Investment funds in Luxembourg*. *A technical guide,* Ernst & Young, Londres.

Fernández Barcala, M. (2000): "Validación de Servqual como instrumento de medida de la calidad de servicio bancario", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa,* 9 (1), págs. 57-70.

Fernández, D. (2008): *Elección de cartera de los hogares españoles: El papel de la vivienda y los costes de participación*, Tesis de Máster, 0803, Febrero 2008, Centro de Estudios, Monetarios y Financieros, Madrid.

Fernández Díaz, D. (2014): *Las manos que mueven las bolsas*, 16 de febrero de 2014, El País, Consultado en http://economia.elpais.com/economia/2014/02/14/actualidad/1392407519_905182.html

Fernández, J. L. y L. Luna (2006): "Análisis comparativo de eficiencia de los fondos de inversión sociales españoles frente a los fondos de inversión tradicionales en el período 2000-2004", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXXV, 128, págs. 181-197.

Fernández, P., Carabias, J. M. y L. de Miguel (2007). *Rentabilidad de los fondos de inversión de renta variable nacional en España 1991-2006*, Documento de Inverstigación, 696, IESE Business School, Universidad de Navarra, Barcelona.

Fernández, P., Aguirreamalloa, J. y L. Corres (2012): *Rentabilidad de los fondos de inversión en España 2001-2011*, Documento de investigación, 947, IESE Business School, Universidad de Navarra, Barcelona.

Fernández, P. y V. J. Bermejo (2009): *Rentabilidad de los fondos de inversión en España 1991-2008*. Documento de investigación, 788, IESE Business School, Universidad de Navarra, Barcelona.

Fernández, P. y J. del Campo (2010): *Rentabilidad de los fondos de inversión en España 1991-2009*, Documento de investigación, 848, IESE Business School, Universidad de Navarra, Barcelona.

Fernández García, V. (2011): "Los fondos de pensiones como activo financiero familiar. Comparativa europea y perspectivas en España", *Fundación de Estudios Financieros,* 39, págs. 319-332.

Fernández, C. y N. Jiménez (2010): *La renta disponible de los hogares de la UEM,* Boletín Económico, Diciembre 2010, Banco de España, Madrid.

Fernández, P., Linares, P., y P. Fernández Acín (2014): *Rentabilidad de los fondos de inversión en España 1998-2013*, 31 de Enero de 2014, IESE Business School, Universidad de Navarra, Madrid. Consultado en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2388645.

Fernández-Rañada y P. de la Gándara (1984): "Las instituciones de inversión colectiva"*, Papeles de Economía Española*, 18, págs. 371-383.

Fernández-Villaverde, J. y D. Krueger (2007): "Consumption over the life cycle: Some facts from consumer expenditure survey data", *The Review of Economics and Statistics*, 89 (3), págs. 552-565.

Fernández Vílchez, B. (2011): "Evolución del poder adquisitivo de los salarios en España: 2000-2010*"*, *Extoikos*, 4, págs 125- 128.

Ferrando, M. y C. Lassala (1998): "Evaluación de la gestión de los FIAMM y de los FIM de renta fija en España en el periodo 1993-1995*", Revista Española de Financiación y Contabilidad,* XXVII *(*94), págs. 197-231.

Ferré, M. (2004): *The Johansen Test and the Transitivity Property*, Economics Bulletin, 3 (27), Universitat Rovira i Virgili, Tarragona.

Ferruz, L., Gómez, A., y F. J. López: "El ahorro en los hogares de España", *Análisis Financiero*, 120, págs. 19-31.

Ferruz, L., Marco, I., Sarto, J. L. y L. A. Vicente (2002): *Los fondos de inversión en el desarrollo del "capitalismo popular",* Documento de trabajo, 14, Departamento de Contabilidad y Finanzas, Universidad de Zaragoza, Zaragoza.

Ferruz, L., Marco, I., Sarto, J. L. y L. A. Vicente (2004): "La industria de los fondos de inversión en España: Situación actual y evaluación de su eficiencia", *Tribuna de Economía,* 816, págs. 163-178.

Ferruz, L. A. y C. Ortiz (2005): "Armonización fiscal de fondos de inversión en el entorno europeo", *Crónica Tributaria*, 17, págs. 19-32.

Ferruz, L. A., Ortiz, C. y L. A. Vicente (2007): "Dirección de los flujos de dinero y partícipes en fondos de inversión"*, Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa,* 16 (2), págs. 9-20.

Ferruz, L. A. y M. Vargas (2003): "Persistencia en la performance de los fondos de inversión españoles de renta variable nacional (1994-2002)", *Boletín económico, 2789, Información Comercial Española, Revista de Economía,* 8- 14 de Diciembre de 2003.

Financial Crisis Inquiry Commission (2011): *The financial crisis inquiry report,* US Government Printing Office, Washington D.C.

Fisher, R. A. (1925): *Statistical methods for research workers*, Oliver and Boyd, Edimburgo.

Fisher, I. (1930): *The theory of Interest: As determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*, Macmillan, Nueva York.

Fisher, I. (1933):"The debt-deflation theory of great depressions", Econométrica, 1933, págs. 337-357.

Fisher, J. D. y D. S. Johnson (2003): *Consumption mobility in the United States: Evidence from two data sets,* Bureau of Labor Statistics, Washington D.C.

Fisher, P. J. y C. P. Montalto (2010): "Effect of saving motives and horizon on saving behaviors", *Journal of Economic Psychology*, 31 (1), págs. 92-105.

Fletcher, J. (1999): "The evaluation of the performance of UK American unit trusts", *International Review of Economics & Finance*, 8 (4), págs. 455-466.

FMI (2014): *World Economic Outlook April 2014. Recovery strengthens, remains uneven,* Fondo Monetario Internacional, Washington D.C. Consultado en http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/pdf/text.pdf.

Fornell, C. (1992): "A nacional customer satisfaction barometer: The swedish experience", *Journal of Marketing*, 56 (1), págs. 6-21.

Forteza, J. (2009): *Aggregate Import Demand Function for the Chilean Economy*. Departameto de Economía, Universidad de Autónoma de Barcelona, Barcelona.

Fougère, M. y M. Mérette (2000): "An econometric examination of the impact of population ageing on personal savings in Canada", *Rivista Internazionale Di Scienze Economiche e Commerciali*, 47 (1), págs. 145-166.

Franks, J. y C. Mayer (2001): *Risks and regulation in European asset management: Is there a role for capital requirements?,* Oxford Economic Research Associates Ltd, Oxford.

Friend, I., Brown, F. E., Herman, E. S. y D. Vickers (1962): "A study of mutual funds", *The American Economic Review*, 54 (2), 1, págs. 198-203.

Fukuyama, F. (1992): *The end of history and the last man,* Free Press, NuevaYork.

Fundación Inverco (2007): *Medio siglo de inversión colectiva en España,* Inverco, Madrid.

Fundación Inverco (2010): *El impacto de la crisis económica y financiera en la inversión colectiva y en el ahorro-previsión*, Inverco, Madrid.

Fundación Inverco (2014): *Fiscalidad del ahorro en Europa*, Inverco, Madrid. Consultado en http://www.inverco.es/archivosdb/la-fiscalidad-del-ahorro-en-europa.pdf.

Gallaher, S., Kaniel, R. y L. Starks (2006): *Madison avenue meets wall street: Mutual fund families, competition and advertising*. Consultado en http://ssrn.com/abstract=879775.

Gale, W. G. y J. K. Scholz (1994): "IRAs and household saving", *American Economic Review*, 84 (5), págs. 1233-1260.

Gale, W. G., Harris, B. H. y R. Levine (2012): "Raising household saving: Does financial education work?", Social Security Bulletin, 72 (2), págs. 39-48.

Galor, O. y J. Seira (1993): "Income distribution and macroeconomics", *Review of Economics Studies*, 60 (1), págs. 35-56.

García Clavel, J. J. y M. M. Yélamos (2004): *Evolución de los fondos de inversión comercializados en España en la década de los noventa*, Universidad de Murcia y Departamento de Análisis de Caja Murcia, Murcia.

García Coto, D. J. y P. Calvo (2011): "Ahorro familiar en España"*, Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 13-34.

García Díaz, I. (1970): *Los fondos de inversión en el mercado financiero,* Guadiana de Publicaciones, Madrid.

García Mestanza, J. (1988): *Calidad del servicio financiero como estrategia de las instituciones bancarias*, Unicaja, Málaga.

García-Montalvo, J. (2006): "Deconstruyendo la burbuja: Expectativas de revalorización precio de la vivienda en España", *Papeles de Economía Española*, 109, págs. 44-75.

García Ruiz, J. L. (1999): "Otras instituciones de crédito", en *El sistema financiero en España,* P. Martín Aceña y M. Titos Martínez, editores, Universidad de Granada, Granada, págs. 183-202.

García Durán, J. A. (1992): *Ahorro, riqueza y edad. España 1980*, Mimeo, Barcelona.

García-Vaquero, V. (2010): *Los instrumentos de ahorro-previsión en España: Desarrollos recientes*. Boletín Económico, Marzo 2010, Banco de España, Madrid.

García-Vaquero, V. y F. Nieto (2010): *Evolución de la composición de la cartera financiera de los hogares en España en el contexto de la crisis financiera internacional*, Boletín Económico, Enero 2010, Banco de España, Madrid.

Garicano, L. (2010): *El desempleo en España y el Reino Unido 2007-2010: Un sencillo caso de oferta y demanda,* 12 de enero 2011. Blog Nada es Gratis, Consultado en http://www.fedeablogs.net/economia/?p=5085,

Garrido, J. y B. Alonso (2011): "La inversión directa en acciones por parte de las familias españolas*"*, *Fundación de Estudios Financieros*, 39.

Gatt, W. (2014): *The determinants of household saving behaviour in Malta*, Working Paper, 3, Central Bank of Malta, La Valeta.

Gavazza, A. (2011): "Demand spillovers and markets outcomes in the mutual fund industry", *Journal of Economics*, 42, págs. 776-804.

Gavin, M., Hausmann, R. y E. Talvi (1997): *Saving behaviour in Latin America: Overview and policy issues*, Working Paper 346, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C.

Genestre, A. y P. Herbig (1996): "Service expectations and perceptions revisited: Adding product quality to Servqual", *Journal of Marketing Theory and Practice*, 4 (4), págs. 72-82.

Gerlach, S. y G. Schnabel (2000): "The Taylor rule and interest rates in the EMU area", *Economic Letters*, 67, págs. 165-171.

Getmansky, M. (2004): *The life cycle of hedge funds: Fund flows, size and performance*, MIT Laboratory for Financial Engineering, Cambridge.

Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. y L. Reichlin (2011): *Non-Standard monetary policy measures and monetary developments*. Working Paper Series, 1290, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.

Gibson, J. y G. Scobie (2001): "A cohort analysis of household income, consumption and saving", *New Zealand Economic Papers*, 35 (2), págs. 196-217.

Gil-Bazo, J., y P. Ruiz-Verdú (2008): "When cheaper is better: Fee determination in the market for equity mutual funds", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 67, págs. 871-885.

Gil-Bazo, J. y P. Ruiz Verdú (2009): "The relation between price and performance in the mutual fund industry", *Journal of Finance*, 64 (5), págs. 2153-2183.

Giménez García, V. M. y D. Prior (2003): "Evaluación y fijación de objetivos en calidad de servicio. Un enfoque frontera", *Revista Española de Investigación de Marketing*, 8 (1), págs. 27-45.

Goetzmann, W. y R. Ibbotson (1994): "Do winners repeat? Patterns in mutual fund performance", *Journal of Portfolio Management*, 20 (2), págs. 9-18.

Goetzmann, W., Ingersoll, J., y S. Ross (2003): "High water marks and hedge fund management contracts", *Journal of Finance*, 58 (4), págs. 1685-1717.

Goetzmann, W. y N. Peles (1997): "Cognitive disonance and mutual fund investor", *The Journal of Financial Research*, 20 (2), págs. 145-158.

Goldsmith, R. W. (1951): *A study of saving in the United States,* Princenton University Press, Princeton.

Goldsmith, R. W. (1969): *Financial structure and development,* Yale University Press*,* New Haven, Connecticut.

Golsdtein, M., Michael L. y I. Krutov (2000): *The future of money management in America*, Bernstein Research, Nueva York.

Gómez-Bezares, F. (1989): *Dirección Financiera,* Desclée de Brouwer, Bilbao.

González Aponcio, Z. E. (2000): "El reto de la calidad del servicio financiero", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 6 (1), págs. 71-92.

González Cruz, A. y J. Giner (2014): *La manipulación del Libor y el Euribor*, Memoria del Trabajo Fin de Grado, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de La Laguna, Santa Cruz de Tenerife.

González Mosquera, L. M. (1995): *Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito*, Boletín Económico, Julio y Agosto 1995, Banco de España, Madrid.

González-Páramo, J. M. (2011): *La política monetaria del BCE durante la crisis*, Discurso de clausura de las X Jornadas de Política Económica en Málaga, 21 de octubre de 2011.

González Sánchez, M. y N. Boal (1998): "El riesgo de las instituciones de inversión colectiva (I)", *Banca y finanzas*, 39, págs. 27-36.

Goode, M., Moutinho, L. A. y C. Chien (1996): "Structural ecuation modelling of *overall* satisfaction and full use of services for ATMs", *The International Journal of Bank Marketing*, 7, págs. 4-11.

Gordon, A., Jones, J. D., y P. J. Nigro (1998): "Mutual fund shareholders: Characteristics, investor knowledge, and sources of information", *Financial Services Review*, 7 (4), págs. 301-316.

Gough, J. M. (2011): "Determinants of the U.S. household saving rate: An econometric analysis", *Issues in Political Economy*, 20, págs. 28-44.

Gounaris, S. P., Stathakopoulos, V. y A. D. Athanassopoulos (2003): "Antecedents to perceived service quality: An exploratoy study in the banking industry", *The International Journal of Bank Marketing*, 21 (4), págs. 168-191.

Graham, J. W. (1987): "International differences in saving rates and the life cycle hypothesis", *European Economic Review*, 31 (8), págs. 1509-1529.

Grandío Dopico, A., López Suárez, P. y V. López López (2008): *Mercados financieros e inversión colectiva*, Instituto Tecnológico Empresarial Caixa Galicia - Gesbiblo S.L., La Coruña.

Graña, O. R. (2014): *"Active share": El nuevo ratio para seleccionar gestores*, 17 de Febrero de 2014, Funds People. Consultado en http://www.fundspeople.com/gente/santiago-daniel-o-davoren-7291/noticias/active-share-el-nuevo-ratio-para-seleccionar-gestores-128279?origen=submenu.

Graña, O. R. (2014): *Guía para interpretar correctamente los ratios de la ficha de un fondo*, 24 de abril de 2014, Funds People. Consultado en http://www.fundspeople.com/noticias/guia-para-interpretar-correctamente-los-ratios-de-la-ficha-de-un-fondo-135025.

Grayson, J. T. (1928): *Investment trust, their origin, development and operation,* Wiley & Sons, Nueva York.

Gregorio, J. D. y P. E. Guidotti (1995): "Financial development and economic growth", *World Development*, 23 (3), págs. 433-448.

Grinblatt, M. y S. Titman (1989): "Portfolio performance evaluation: Old issues and new insights"*, The Review of Financial Studies*, 2 (3), págs. 393-421.

Grinblatt, M. y S. Titman (1992): "The persistence of mutual fund performance", *Journal of Finance*, XLVII (5), págs. 1977-1984.

Grinblatt, M. y S. Titman (1993): "Performance measurement without benchmarks: An examination of mutual funds returns", *Journal of Business*, 66, págs 47-68.

Grinblatt, M., Titman, S. y R. Wermers (1995): "Momentum investment strategies, portfolio performance and herding: A study of mutual fund behaviour". *American Economic Review*, 85, págs 1088-1105.

Gruber M. J. (1996): "Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds", *Journal of Finance*, 51 (3), págs 783-810.

Gujarati, D. N. y D. C. Porter (2010): *Econometría*, McGraw-Hill, Nueva York.

Gummesson, E. (1993): *Quality management in service organizations*, International Service Quality Association, Nueva York.

Gutierrez-Domenech, M. (2011): *¿Por qué difieren las pautas de ahorro a lo largo del tiempo y entre países?,* La Caixa, Informe Mensual, nº 344.

Hall, R. (1978). "Stochastic implications of the life cycle-permanent income hypothesis: Theory and evidence", *Journal of Political Economy*, 96, págs. 971-987.

Hallahan, T. A. y R. W. Faff (2001): "Induced persistence of reversals in fund performance?: The effect of survivorship bias", *Applied Financial Economics*, 11, págs. 119-26.

Hallowell R., Schlesinger L. A. y J. Zornitsky (1996): "Internal service quality, customer and job satisfaction: Linkages and implications for management", *Human Resource Planning*, 19 (2), págs. 20-31.

Halvorsen, E. (2003): *A cohort analysis of household saving in Norway*, Discussion Papers, 354, Statistics Norway, Oslo.

Hansen, B. E. (1992): "Test for parameter instability in regressions with I(1) processes", *Journal of Business and Economic Statistics*, 10 (3), págs. 321-335.

Harris, R., y R. Sollis (2003): *Applied time series modelling and forecasting*, Wiley Press, Denver.

Harrod, R. (1939): "An essay in dinamic theory", *The Economic Journal*, págs. 14-33.

Harrod, R. (1948): "Towards a dynamic economics", *The American Economic Review,* 39 (2), págs. 497-499.

Harrod, R. (1979): *Dinámica económica*, Alianza Editorial, Madrid.

Hayakawa, K. y E. Kurozumi (2006): *The role of "leads" in the Dynamic OLS estimation of cointegrating regression models*, Discussion Paper Series, 194, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Tokio.

Hayashi, F., Ando, A. y R. Ferris (1988): "Life Cycle and Bequest Savings. A Study of japanese and U.S. households based on data from the 1984 NSFIE and the 1983 survey of consumer finances", *Journal of The Japanese and International Economies*, 2 (4), págs. 450-491.

Hefferan, C. (1982): "Determinants and patterns of family savings", *Home Economics Research Journal*, 11 (1), págs. 47-55.

Heller, P. S. (1989): "Aging, savings, and pensions in the group of seven countries*:* 1980-2025", *Journal of Public Policy*, IX, págs. 127-153.

Hendricks, D., Patel, J. y R. Zeckhauser (1993): "Hot hands in mutual funds: Short-run persistence of performance 1974-88", *Journal of Finance*, 48, págs. 93-130.

Henriksson, R. D. (1984): "Market timing and mutual fund performance: An empirical investigation", *Journal of Business,* 57 (1), págs. 73-96.

Hernández, L. (1993): *Revisión de la hipótesis de la renta relativa en la demanda agregada de consumo*, Tesis Doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Madrid.

Herrou-Aragón, A. (2003): "La regla de Taylor para la tasa de interés", *Cuadernos de Economía*, 121, págs. 690-697.

Heskett, J. L., Jones, T. O., Loveman, G. W., Sasser, W. E. and Schlessinger, L. A. (1994): "Putting the service profit chain to work", *Harvard Business Review*, 72, págs. 164-74.

Hilgert, M. A., Hogarth, J. M. y S. G. Beverly (2003): "Household financial management: The connection between knowledge and behaviour", *Federal Reserve Bulletin,* 89 (7), págs. 309-322.

Hogarth, J. M., Beverly, S. G. y M. Hilgert (2003): *Patterns of financial behaviors: Implications for community educators and policy makers*, Federal Reserve System Community Affairs Research Conference, Febreo 2003.

Honohan, P. (2006): *Household financial assets in the process of development*. Working Paper, 3965, Banco Mundial, Washington D.C.

Horioka, C. (1986): *Why is Japan's Private Saving Rate so High?*, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

Horioka, C. Y. (1990): "Why is Japan's household saving rate so high? A literature survey", *Journal of the Japanese and International Economies*, 4, págs. 49-92.

Horioka, C. (1991): "The determinants of Japan's saving rate: The impact of the age structure of the population and other factors", *Economic Studies Quarterly*, 2 (42), págs. 237-253.

Houge, T. y J. Wellman (2007): "The use and abuse of mutual fund expenses". *Journal of Business Ethics*, 70 (1), págs. 23-32.

Houthakker, H. S. (1965): "On some determinants of saving in developed and underdeveloped countries", en *Problems in Economic Development*, Macmillan, Londres.

Huete, M. (2014): *¿Va a más la concentración en la industria de fondos de inversión?*. Blog: Análisis sobre la industria de gestión de activos. Mayo 2014. Consultado en http://martinhuete.com/2014/05.

Hugh, E. (2011): "¿España, un país de ahorradores? Consecuencias de la próxima revolución demográfica para el sector financiero español", *Fundación de Estudios Financieros,* 39, págs. 51-85.

Husson, M. (2009): Capitalisme: vers une régulation chaotique, Consultado en http://hussonet.free.fr/impa9web.pdf. en *Expansión del neoliberalismo y políticas sociales. Una lectura de la crisis desde el barómetro social de España*, Febrero, 2013, Colectivo Ioé, Madrid. Consultado en http://www.barometrosocial.es/archivos/BSE2011_PolSoc.pdf.

Iacoviello, M. (2004): "Consumption, house prices, and collateral constraints: A structural econometric analysis", *Journal of Housing Economics*, 13, págs. 304-320.

Ibañez, J. (1998): "Seminario sobre satisfacción y fidelización de la clientela", *Investigación y marketing,* 59, págs. 48-59.

ICI (2000): *Fact book 2000*, Investment Company Institute, Washington D.C.

ICI (2013): *The origins of pooled investing*, Investment Company Institute, Washington D.C.

ICI (2013): *Annual report to members 2013,* Investment Company Institute, Washington D.C.

ICI (2014): *Annual report to members 2014*, Investment Company Institute, Washington D.C.

ICI (2014): *Fact book 2014*, Investment Company Institute, Washington D.C.

IFIA (2011): *¿Por qué Irlanda?,* Irish Funds Industry Association, Dublín. Consultado en http://www.irishfunds.ie/fs/doc/ifia_compiled_chile_d2%20%282%29.pdf.

IMFA (2003): *Code of Practice,* Institutional Money Market Fund Association, Londres.

Instituto BBVA de Pensiones (2015): *CFA advierte: El futuro de las pensiones españolas pasa por más aporte privado y menos público*. Instituto BBVA Pensiones, Madrid. Consultado en https://www.jubilaciondefuturo.es/es/blog/cfa-advierte-el-futuro-de-las-pensiones-espanolas-pasa-por-mas-aporte-privado-y-menos-publico.html.

INE (2011): *Proyección de la población de España a corto plazo 2011–2021*, Nota de prensa, 7 de Octubre de 2011, Instituto Nacional de Estadística, Madrid.

INE (2015): *Contabilidad nacional trimestral de España. Base 2010. Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales. Cuarto trimestre de 2014*. Nota de Prensa, 30 de Marzo de 2015, Instituto Nacional de Estadística, Madrid.

Ippolito, R. (1989): "Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance, 1965-1984", The *Quarterly Journal of Economics*, 104 (1), Febreo 1989.

Ippolito, R. (1992): "Consumer reaction to measures of poor quality: Evidence from the mutual fund industry", *Journal of Law and Economics*, XXXV (1), págs. 45-70.

IFIA (2011): *Why? Ireland,* Irish Funds Industry Association, Dublin. Consultado en http://www.irishfunds.ie/.

ISMI (2001): *La calidad en los servicios: Como se mide y gestiona*, International Service Marketing Institute, Madrid. Consultado en http://www.hacienda.go.cr/cifh/sidovih/cursos/material_de_apoyo-F-C-CIFH/2MaterialdeapoyocursosCICAP/8ComunicacionEfectivayServicioalCliente/Lacalidadenlosservicios.pdf.

Ispierto, A. y M. V. Villanueva (2010): *Perfil inversor de los hogares españoles: Análisis de la Encuesta Financiera de las Familias*, Monografías, 40, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid.

Ispizua, A. (2005): "El efecto de la rentabilidad, el riesgo y las comisiones sobre los flujos recibidos para su gestión por parte de los fondos de inversión españoles de renta variable", *Análisis Financiero*, 99, págs. 20–27.

Ivanov, V. y L. Kilian (2005): "A practitioner's guide to lag order selection for VAR impulse response analysis", *Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics*, 9 (1), 2.

Izquierdo, G. (2000): "Las perspectivas financiero-fiscales del ahorro en las familias", en *Productos, instrumentos y operaciones de inversión*, Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, Madrid.

Jabnoun, N. y H. Al-Tamimi (2003): "Measuring perceived service quality at UAE commercial banks", *International Journal of Quality & Reliability Management*, 20 (4), págs. 458-472.

Jacobi, K. (1998): "Nuevas estrategias del compromiso con la marca", *MK: Marketing + ventas*, 122, págs. 28-32.

Jacoby, J. y J. J. Jaccard (1981): "The sources, meaning and validity of consumer complaining behaviour: A psychological analysis", *Journal of Retailing*, 57, págs. 4-24.

Jain, P. C. y J. S. Wu (2000): "Truth in mutual fund advertising: Evidence of future performance and fund flows", *Journal of Finance*, 55, págs. 937-958.

Jamal, A. y K. Nasser (2002): "Customer satisfaction and retail banking: An assessment of some of the key antecedents of customer satisfaction in retail banking", *International Journal of Bank Marketing*, 20 (4), págs. 146-160.

Jappelli, T. y M. Pagano (1994): "Personal saving in Italy", en *International Comparisons of Household Saving*, J. M. Poterba, editor, University of Chicago Press, págs. 237-268.

Jappelli, T. y M. Pagano (1994): "Savings, growth and liquidity constraints", *The Quarterly Journal of Economics*, 109, págs. 83-109.

Jappelli, T. y M. Pagano (1998): *The determinants of saving: Lessons from Italy,* Working Paper, 1, Centre for Studies in Economics and Finance*,* Universitá Degli Studi Di Salerno, Salerno.

Jensen, M. (1968): "The performance of mutual funds in the period 1945-1964", *Journal of Finance*, 23 (2), págs. 389-416.

Jensen, M. (1969): "Risk, the pricing of capital assets and evaluation of investment portfolios", *Journal of Business*, 42, págs 389 - 416.

Johansen, S. (1991): *The role of the constant term in cointegration analysis of non stationary variables*, Institute of Mathematical Statistics, University of Copenhagen, Copenhague.

Johansen, S. (1997): "Likelihood based inference in cointegrated vector error autoregressive models", *Scandinavian Journal of Economics*, 99 (2), págs. 351-354.

Johnson, J. W. (1996): "Linking employee perceptions of service climate to customer satisfaction", *Personnel Psychology*, 49 (4), págs. 831-51.

Jones, T. O. y W. E. Sasser (1995): "Why satisfied customers defect", *Harvard Business Review,* 73 (6), págs. 88-99.

Jurado, T. (2005): "Las nuevas familias españolas", en *Tres décadas de cambio social en España*, Alianza Editorial, Madrid.

Juster, F. T., Lumpton, J. P., Smith, J. P. y F. Stafford (2006): "The decline in household saving and the wealth effect", *The Review of Economics and Statistics*, 88 (1), págs. 20-27

Kahn, R. N. y A. Rudd (1995): "Does historical performance predict future performance?", *Financial Analysts Journal*, 51 (6), págs. 43-52.

Kaiman, J. (2015): *Many Chinese investors nonchalant about stock market plunge,* 26 de Agosto de 2015, The LA Times. Consultado en http://www.latimes.com/world/asia/la-fg-china-investors-20150826-story.html.

Karatepe, O. M., Yavas, U. y E. Babakus (2005): "Measuring service quality of banks: Scale development and validation"*, Journal of Retailing and Consumer Services*, 12, págs. 373-383.

Katoba, G. y E. Mueller (1956): *Consumer expectations 1953-1956,* Survey Research Center, Institute for Social Research, University of Michigan, Michigan.

Kaufman, L. y P. J. Rousseeuw (1990): *Finding groups in data. An introduction to cluster analysis*. Wiley, NuevaYork.

Kennickell, A. B. (1990): *Demographics and Household Saving*, Finance and Economics Discussion Series, 123, Board of Governors of the Federal Reserve System, 16 (5), Washington D.C.

Keswani, A. y D. Stolin (2005): *Mutual fund performance, persistence and competition: A cross-sector analysis*, Journal of Financial Research, Cass Business School Research Paper, City University, Londres.

Keynes, J. M. (1936): *The general theory of employment, interest and money*, Cambridge University Press, Cambridge.

Keynes, J. M. (1937): "Some economic consequences of a declaining population", *Population and Development Review,* 4 (3), págs. 517-523.

Keynes, J. M. (1940): *How to Pay for the war*, MacMillan, Londres.

Khorana A. y H. Servaes (2004): *Conflicts of interest and competition in the mutual fund industry*. Consultado en SSRN: http://ssrn.com/abstract=240596.

Khorana A., Servaes, H., y P. Tufano (2004): "Explaining the size of the mutual fund industry around the world", *The Journal of Financial Economics*, 78 (1), págs. 145-185.

Khorana, A. y H. Servaes (2012): "What drives market share in the mutual fund industry?", *Review of Finance,* 16 (1), págs. 81-113.

Kikut, A. C. y A. N. Ocampo (2005): *Ajuste estacional de series econométricas con Tramo/Seats y Census X12-ARIMA*, Nota Técnica, 31 de Marzo 2005, Departamento de Investigaciones Económicas, 01, Banco Central de Costa Rica, San José.

Kim, M. H. (2010): "The determinants of personal Saving in the US", *The Journal of Applied Business Research*, 26 (5), págs. 35-44.

Kinnel, R. (2010): *¿Son el TER y las Estrellas Morningstar eficaces para predecir el éxito de un fondo?*. 26 de agosto de 2010, Morningstar, Chicago. Consultado en http://www.morningstar.es/es/news/29943/%C2%BFson-el-ter-y-las-estrellas-morningstar-eficaces.aspx

Kirsanova, T. y J. A. Sefton (2007): "A comparison of national saving rates in the UK, US and Italy", *European Economic Review*, 51 (8), págs. 1998-2028.

Klevmarken, N. A. (2004): "On the wealth dynamics of swedish families, 1984-98", *Review of Income and Wealth*, 50 (4), págs. 469-491.

Klyuev, V. y P. Mills (2006): *Is housing wealth an "ATM"? The relationship between household wealth, home equity withdrawal, and saving rates*, Working Paper, 162, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

Kolmogorov, A. N. (1933): "On the empirical determination of a distribution law". *Mathematics and Its Applications*, 26, págs. 139-146.

Kon, S. J. y F. C. Jen (1979): "The investment performance of mutual funds. An empirical investigation of timing, selectivity and market efficiency", *Journal of Business*, 52 (2), págs. 263-289.

Koskela, E. y M. Viren (1989): "International differences in saving rates and the life cycle hypothesis: A comment", *European Economic Review*, 33, págs. 1489-1498.

Kotlikoff, L. J. y L. H. Summers (1981): "The role of intergenerational transfers in aggregate capital accumulation", *Journal of Political Economy*, 89 (4), págs. 706-732.

Kotlikoff, L. J. y L. H. Summers (1986): *The contribution of intergenerational transfers to total wealth: A reply*, Working Paper, 1827, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Kotlikoff, L. J. (1989): *What determines saving?*, The Massachusetts Institute of Technology Press, Massachusetts.

Kraussl, R. y R. Sandelowsky (2007): *The predictive performance of Morningstar's mutual fund ratings*, Faculty of Economic Sciences and Business Administration, Vrije Universiteit, Amsterdam.

Kritzman, M. (1983): "Can bond managers perform consistenly?", The *Journal of Portfolio Management*, 9 (4), págs. 54-56.

Krugman, P. (2012): *End this Depression now!,* Norton Books, Nueva York.

Krugman, P. (2013): *Europe's (low) inflation problem*, 13 de Noviembre de 2013, The New York Times. Consultado en http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/13/europes-low-inflation-problem/?_r=2.

Krugman, P. (2014): *Wealth over work*, 23 de Marzo de 2014, The New York Times. Consultado en http://www.nytimes.com/2014/03/24/opinion/krugman-wealth-over-work.html?_r=0.

Kruskal, W. H. y W. A. Wallis (1952): "Use of ranks in one-criterion variance analysis" *Journal of the American Statistical Association*, 47 (260), págs. 583-621.

Kuznets, S. (1946): *National income, 1929-1932*, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Kuznets, S. (1946): *National income. A summary of findings,* National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Kwiatkowski, D., Phillips, P. C. B., Schmidt, P. y Y. Shin (1992): "Testing the null hypothesis of stationarity against the alternative of a unit root", *Journal of Econometrics*, 54, págs. 159-78.

Laborda, A. (2008): ¿Es bueno ahorrar en tiempos de crisis?, *Cuadernos de Información Económica,* 206, págs. 1-5.

Laborda, A. (2011): "La función del ahorro en la economía española. Evolución y perspectivas del consumo y el ahorro familiar", *Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 35-49.

lacartartadelabolsa.com (2014): *Irlanda es el país europeo preferido para la domiciliación de fondos de inversión,* 4 de Marzo de 2014, La Carta de la Bolsa, Consultado en http://lacartadelabolsa.com/leer/articulo/irlanda_es_el_pais_europeo_preferido_para_la_domiciliacion_de_fondos_de_inv

Ladhari, R. (2009): "Assessment of the psychometric properties of Servqual in the Canadian banking industry", *Jounal of Financial Services Marketing*, 14 (1), págs. 70-82.

Lakonishok, J., Shleifer, A. y R. Vishny (1992): "The structure and performance of the money management industry", *Microeconomics*, págs. 339-391.

Lanoo, K. y M. Gerhardt (2011): "Una nueva iniciativa para proteger a los titulares de depósitos bancarios en la UE*", Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 225-241.

Lanteri, L. N. (2007): "Ahorro y crecimiento: Alguna evidencia para la economía argentina, 1970-2004"*, Economia Mexicana, Nueva Época*, XVI (1), págs. 75-104.

Lapavitsas, C., Kaltenbrunner, A., Labrinidis, G., Lindo, D., Meadway, J., Michell, J., Painceira, J. P., Pires, E., Powell, J., Stenfors, A. y N. Teles (2011): *Crisis en la zona Euro: Perspectiva de un impago en la periferia y la salida de la moneda común*, Research on Money and Finance, págs. 131-171, School of Oriental and African Studies, University of London, Londres.

Lapierre, J., Filiatrault, P. y J. Perrien (1996): "Research on service quality evaluation: Evolution and methodological issues", *Journal of Retailing and Consumer Services*, 3 (2), págs. 91-98.

Lastrapes, W. D. (2002): "The real price of housing and money supply shocks: Time series evidence and theoretical simulations", *Journal of Housing Economics*, 11, págs. 40-74.

Lassala, C. (1996): "Evolución reciente de la industria de fondos de inversión en España: Algunas implicaciones para el sistema financiero", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 2 (1), págs. 125-138.

Lassar, W. M., Manolis, C. y R. Windsor (2000): "Service quality perspectives and satisfaction in private banking*"*, *Journal of Services Marketing*, 14 (3), págs. 244-271.

Lauderdale, J. (1804): *An Inquiry into the nature and origin of public wealth and into the means and causes of its increase*, Archibald Constable & Company, Edimburgo.

Leal, J. (2005): "La formación de la demanda de vivienda en la España actual", en *La política de vivienda en los albores del siglo XXI*, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid.

Legorburo, J. (2014): *La aplicación de la normativa MiFID en España*, Legorburo Consultores, Madrid, 23 de Abril de 2014. Consultado en http://www.legorburoconsultores.es/La-aplicacion-de-la-Normativa-MIFID-en-Espana.html.

Lehman, B. N. y D. M. Modest (1987): "Mutual fund performance evaluation: A comparison of benchmarks and benchmark comparisons. *The Journal of Finance*, 42 (2), June, págs. 233-265.

Leigh, D., Igan, D., Simon, J., y P. Topalova (2012): *Medidas frente al endeudamiento de los hogares,* en Perspectivas de la economía mundial, Nota de prensa, 3, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

Lenza, M., Pill, H. y L. Reichlin (2010): "Monetary policy in exceptional times", *Economic Policy,* 62, págs. 295-339.

Lera, F. (1997). *Análisis de las actitudes y comportamiento de los navarros frente al ahorro financiero. Fundamentos macroecónomicos y aproximación empírica*, Tesis Doctoral 1996, Universidad de Navarra, Pamplona.

Lera, F. (1997): *Insuficiencias de la teoría del ciclo vital en el comportamiento ahorrador : El caso de la Comunidad Foral de Navarra,* Documento de Trabajo 97, Departamento de Economía, Universidad Pública de Navarra, Pamplona.

Levene, H. (1960): *Contributions to probability and statistics: Essays in honor of Harold Hotelling*, Stanford University Press, Standford, págs. 278-292.

Levesque, T. y G. H. G. McDougall (1996). "Determinants of customer satisfaction in retail banking", *The International Journal of Bank Marketing*, 14 (7), págs. 12-20.

Levin, L. (1998): "Are assets fungible? Testing the behavioral theory of life-cycle savings", *Journal of Economic Organization and Behavior*, 36, págs. 59-83.

Levine, R. (2005): "Finance and growth: Theory and evidence", en *Handbook of economic growth*, 1 (1), 12, págs. 865-923, Elsevier, Amsterdam.

Levine, R., Loayza, N. y T. Beck (2000): "Financial intermediation and growth: Causality and causes", *Journal of Monetary Economics*, 46, págs. 31-77.

Lewis, B. R. (1993): "Service quality: Recent developments in financial services", *The International Journal of Bank Marketing*, 11 (6), págs. 19-25.

Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 306.

Ley 24/1988, del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, nº 181.

Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991. Boletín Oficial del Estado, nº 311.

Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto dela Renta de las Personas Físicas. Boletín Oficial del Estado, nº 136.

Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, nº 275.

Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras Normas Tributarias. Boletín Oficial del Estado, nº 295.

Ley 6/2000, de 13 de diciembre, por la que se aprueban medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa. Boletín Oficial del Estado, nº 299.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 265.

Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. Boletín Oficial del Estado, nº 285.

Ley 43/2007, de 13 de diciembre, de protección de los consumidores en la contratación de bienes con oferta de restitución del precio. Boletín Oficial del Estado, nº 299.

Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, nº 304.

Ley 5/2009, de 29 de junio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito y el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, para la reforma del régimen de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, en entidades de crédito y en entidades aseguradoras. Boletín Oficial del Estado, nº 157.

Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Boletín Oficial del Estado, nº 259.

Ley 26/2009, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010. Boletín Oficial del Estado, nº 309.

Ley 27/2009, de 30 de diciembre, de medidas urgentes para el mantenimiento y el fomento del empleo y la protección de las personas desempleadas. Boletín Oficial del Estado, nº 309.

La Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del Sistema de la Seguridad Social. Boletín Oficial del Estado, nº 184.

Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 240.

Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica. Boletín Oficial del Estado, nº 312.

Ley 16/2013, de 29 de octubre, por la que se establecen determinadas medidas en materia de fiscalidad medioambiental y se adoptan otras medidas tributarias y financieras. Boletín Oficial del Estado, nº 260.

Ley 23/2013, de 23 de diciembre, reguladora del factor de sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social. Boletín Oficial del Estado, nº 309.

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 275.

Lenka, U., Suar, D. y P. K. Mohapatra (2009): "Service quality, customer satisfaction and customer loyalty in the Indian commercial banks", *The Journal of Entrepreneurship,* 18 (1), págs. 47-64.

Leunissen, P., Prevo, O. y H. Roest (1996): *The mediating role of psychosocial benefits in the satisfaction formation process*, 25th Annual Conference of the European Marketing Academy, Budapest, 14-17 de Mayo de 1996.

Lin, X. (2000): "Saving before and after retirement: A study of Canadian couples", en *Independence and economic security in old age*, UBC Press, University of British Columbia, Vancouver.

Linklaters (2013): *Uso de cuentas ómnibus o globales para la comercialización de fondos de inversión constituidos en España*, Linklaters, Londres.

Lipper (2008): *Lipper global classification - Extended*, Lipper, A. Thomson Reuters Company, Nueva York.

Lise, J. (2001): *Is Canada's retirement income system working?,* Economic Studies and Policy Analysis Division, Department of Finance, Canada.

Ljung, G. M. y G. E. P. Box (1979): "On a measure of lack of fit in time series models", *Biometrika*, 66, págs. 265–270.

Lloréns, F. J. (1996): *Medición de la calidad del servicio: Una aproximación a diferentes alternativas*, Universidad de Granada, Granada.

Lloréns, F. J. (1999): "El cambio hacia la calidad total en el sistema bancario español", *Cuadernos de información económica*, 150, págs. 98-107.

Lloréns, F. J. y A. Ruiz (2004): "Efectos de las relaciones laborales en el comportamiento organizacional y en las percepciones de prestación de servicios", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 1 (13), págs. 115-130.

López, J. y P. Alonso (1999): *Análisis de la relación entre el patrimonio de los fondos de inversión y los depósitos en entidades financieras,* Documento de trabajo, 9911, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid, Madrid.

López Díaz, J. y Z. J. Ridruejo (2003): "Pensiones, crecimiento económico y envejecimiento poblacional", *Investigaciones Económicas*, XXVII (2), págs. 343-367.

López del Paso, R (2012): "Evolución de la presión fiscal en España", *Extoikos*, 7, págs. 91-93.

López Suárez, P. A. (2007): *La inversión colectiva inmobiliaria española: Una década de actividad*, Universidad de A Coruña, Ferrol.

López Suárez, P. A. y I. Novoa (2007): "La publicidad bancaria como determinante del desarrollo y popularización de los fondos de inversión mobiliaria", en *El comportamiento de la empresa ante entornos dinámicos,* XIX Congreso anual y XV Congreso Hispano Francés de Asociación Española de Dirección y Economía de la Empresa, Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Campus de Vicálvaro, Madrid.

Lorie, H. (2007): *Mobilizing savings for sustainable high growth: Lesson from Asia for Pakistan,* Presentation at PIDE, Islamabad, 29 de Agosto de 2007.

Lucas, R. (1988): "On the mechanics of economic development", *Journal of Monetary Economics*, 22, págs. 3-42.

Ludwing, A. y T. Slok (2004): "The relationship between stock prices, house prices and consumption in OECD countries", *Topics in Macroeconomics*, 4 (1), Marzo 2004.

Luque (2015): *Cómo minimizar el riesgo gestor*, 28 de Enero de 2015, Morningstar, Chicago. Consultado en http://www.morningstar.es/es/news/133666/%C2%BFc%C3%B3mo-minimizar-el-riesgo-gestor.aspx.

Lusardi, A. (2008): *Household saving behavior: The role of financial literacy, information, and financial education programs*, Working Paper, 13824, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Lusardi, A. y O. S. Mitchell (2008): "Planning and financial literacy: How do women fare?", *American Economic Review*, 98, págs. 413-417.

Lusardi, A. y O. S. Mitchell (2009): *How ordinary people make complex economics decisions: Financial literacy and retirement readiness*, Working Paper, 15350, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Lusardi, A. y O. S. Mitchell (2011b): "Financial literacy and planning: Implications for retirement wellbeing, en *Implications for retirement security and the financial marketplace,* Oxford University Press, Oxford.

Lusardi, A. y O. S. Mitchell (2011c): "Financial literacy around the world: An overview", *Journal of Pension Economics and Finance*, 10 (4), págs. 497-508.

Lynch, M. (1991): *Scotland, a new history*, Pimlico, Londres.

Lynch, A. W. y D. K. Musto (2003): "*How investors interpret past fund returns"*, *Journal of Finance*, 58, págs. 2033-2058.

Lyons, A. C., Palmer, L., Jayaratne, K. S. y E. Scherpf (2006): "Are we making the grade? A national overview of financial education and program evaluation", *Journal of Consumer Affairs*, 40 (2), págs. 208-235.

McKinnon, R. I. (1974): "Money and capital in economic development", *The American Political Science Review*, págs. 1822-1824.

Maddison, A. (1992): "A long-run perspective of saving", *Scandinavian Journal of Economics*, 94 (2), págs. 181-196.

Maki, D. M. y M. G. Palumbo (2001): *Disentangling the wealth effect: A cohort analysis of household saving in the 1990s*, Finance and Economics Discussion Series 21, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.

Malkiel, B. (1995): "Returns from investing in equity mutual funds, 1971 to 1991", *Journal of Finance* 50 (2), págs. 549-572.

Malo de Molina, J. L. y F. Restoy (2004): *Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: Implicaciones macroeconómicas*, Documento Ocasional 0402, Servicio de Estudios, Banco de España, Madrid.

Malthus, T. R. (1820): *Principles of political economy*, Cambridge University Press, Cambridge.

Mandell, L. (2006): "Financial literacy: If it's so important, why isn't it improving*"* Networks Financial Institute Policy Brief, 8, State University of New York, Nueva York.

Mann, H. B. y D. R. Whitney (1947): "On a test of whether one of two random variables is stochastically larger than the other", *The Annals of Mathematical Statistics,* 18 (1), págs. 50-60.

Marco, R. (2003): *Los fondos de inversión en España. Determinantes de la rentabilidad y del crecimiento patrimonial desde una perspectiva microeconómica*, Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Departamento de Economía Aplicada, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid.

Marco, R. (2007): "Rentabilidad y crecimiento patrimonial en el mercado de fondos de inversión*"*, *Revista de Economía Aplicada*, XV (44), págs. 41-84.

Marco, R. y S. Ortiz (2006): *Los fondos de inversión a examen. Un análisis empírico con datos de panel,* Vision Net, Madrid.

Mardomingo, J. (2012): *Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero*, Derecho Bancario y Bursátil 2º Edición, Editorial Colex, Madrid.

Marqués, J. M. y L. A. Maza (2006): *La inversión colectiva en activos inmobiliarios: Un análisis comparado del caso español*, Boletín Económico, Mayo 2006, Banco de España, Madrid.

Merriman, C.O.H. (1965): *Mutual funds and unit trust. A global view*, Pitman & Sons, Londres.

Marshall, A. (1930): *Priciples of economics*, MacMillan, Londres.

Masih, R. y A. M. M. Masih (2000): "A reassessment of long-run elasticities of japanese import demand", J*ournal of Policy Modeling,* 22 (5), págs. 625-639.

Martin, P. y H. Grey (2000): "Financial integration and assets return", *European Economic Review*, XLIV (7), págs. 1327-1350.

Martínez M. A. (2001): "El puzzle de los fondos de inversión en España: Un enfoque de *demanda"*, *Moneda y Crédito*, 213, págs. 129-154.

Martínez-Aldama, A. (2010): *Fondos de inversión: Necesidad de información y formación*, 29 de marzo de 2010, Funds People. Consultado en http://www.fundspeople.com/noticias/fondos-de-inversion-necesidad-de-informacion-y-formacion-22762.

Martínez-Aldama, A. (2010): *Las necesidades de liquidez de bancos y cajas están detrás de la salida de los partícipes de fondos*. 22 de Marzo de 2010. Valenciaplaza. Consultado en http://www.valenciaplaza.com/ver/1208/martinez-aldama-las-necesidades-de-liquidez-de-bancos-y-cajas-estan-detras-de-la-salida-de-los-participes-de-fondos-.html.

Martínez-Aldama, A. (2014): *Retos de los inversores para 2014: ¿Más riesgo o menos rentabilidad?,* 31 de Enero de 2014, Observatorio Inverco, Madrid. Consultado en http://www.slideshare.net/Observatorio-Inverco/observatorio-invercongel-martnez-aldama-31012014-43908521.

Mas, S. (2011): "La distribución de productos y servicios financieros en España y la relevancia del entorno web 2.0", *Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 333-341.

Mascareñas, J. y J. López (1996): *Renta fija y fondos de inversión*, Pirámide, Madrid.

Masih, R. y A. M. M. Masih (1996): "Stock-Watson dynamic OLS (DOLS) and error-correction modelling approaches to estimating long- and short-run elasticities in a demand function: New evidence and methodological implications from an application to the demand for coal in mainland China", *Energy Economics*, 18, págs. 315-334.

Masson, P. R. y R. W. Tryon (1990): *Macroeconomic effects of projected population aging in industrial countries*, Staff Papers, 37, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

Masson, P. R., Bayoumi, T., y H. Samiei (1996): *International evidence on the determinants of private saving*, Discussion Paper 1368, Centre For Economic Policy Research, Londres.

Massa M. (2003): "Why so many mutual funds? Mutual fund families, market segmentation and financial performance"*, Journal of Financial Economics*, 67, págs. 249-304.

Matallín, J. C. y M. A. Fernández (2001): "La evaluación de los FIM de renta variable: Un enfoque endógeno y multiperíodo", *Revista Española de Financiación y Contabilidad,* XXX (107), págs. 67-102.

Matallín, J. C. y B. Gil de Albornoz (2005): "Evaluación de la gestión internacional de los fondos de inversión", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXXIV (125), págs. 333-363.

Matsubayashi, Y. (2006): "Wealth accumulation and household consumption by type: U.S. experience", *Kobe University Economic Review,* 52, págs. 41-54.

Mayordomo, S. (2007): "¿Afectan las restricciones financieras al régimen de tenencia de vivienda?", *Investigaciones Económicas*, XXXII (3), págs. 289-324.

Mayorga, J. A. y B. Marcos (1996): "Rentabilidad y costes de los fondos de inversión"*, Perspectivas del Sistema Financiero*, 55, págs. 50-74.

Mays, N. y C. Pope (1995): *Rigour and qualitative research,* 8 de Julio de 1995, BMJ, 311. Consultado en http://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC2550154/pdf/bmj00600-0043.pdf.

Maza, L. Á., y A. Sanchís (2003): *La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas*, Boletín Económico, Diciembre 2003, Banco de España, Madrid.

Menéndez, S. y S. Álvarez (2000): "La rentabilidad y persistencia de los resultados de los fondos de inversión españoles de renta variable", *Revista española de financiación y contabilidad,* XXIX, 103, págs. 15-36.

Meredith, G. (1995): *Demographic change and household saving in Japan in saving behaviour and the asset price "bubble" in Japan*, Occasional Paper, 124, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

Miquel, S., Bique, E., Levy, A., Cuenca, C., y M. J. Miquel (1996): *Investigación de mercados,* McGraw Hill, Nueva York.

Mill, J. (1808): *Commerce Defended*, C. and R. Baldwin Printers, Nueva York.

Miniaci, R., Monfardini, C. y G. Weber (2003): *Is there a retirement consumption puzzle in Italy?*, Working Paper, 03, The Institute for Fiscal Studies, Londres.

Ministerio de Vivienda (2010): *Informe sobre la situación del sector de la vivienda en España*, Abril 2010, Ministerio de Vivienda, Madrid.

Mischel, W. y Ebbesen, E. B. (1970): "Attention in delay of gratification", *Journal of Personality and Social Psychology,* 16 (2), págs. 329-337.

Modigliani, F. y R. Brumberg (1954): *Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data*, Post-Keynesian Economics, The Trustees of Rutgers College, New Jersey.

Modigliani, F. (1970): "The life cycle hypothesis of saving and intercountry differences in the savings ratio", en *Induction, trade and growth: Essays in honour of Sir Roy Harrod*, Oxford University Press, Oxford.

Modigliani, F. y A. Sterling (1983): *Determinants of private savings with special reference to the role of social security - Cross country tests*, Working Paper, 1209, MIT Sloan School of Management, Massachusetts.

Mody, A., Ohnsorge, F. y D. Sandri (2012): *Precautionary savings in the great recession*, Working Paper, 42, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

Mohan, R. (2006): *Causal relationship between savings and economic growth in countries with different income levels*, Economics Bulletin, 5 (3), Bryant University, Smithfield.

Molinas, C. y D. Taguas (1991): "La tasa de ahorro de las familias y la fiscalidad: Un enfoque estructural" en *La economía española: Una perspectiva macroeconómica,* Antonio Bosh Editores, Madrid.

Morningstar (2010): *Category Definitions. Europe and Asia.* Abril 2015, Morningstar Methodology Paper, Morningstar, Chicago. Consultado en http://corporate.morningstar.com/de/documents/MethodologyDocuments/MethodologyPapers/EuropeAsiaCategoryDefinitionsMeth.pdf

Morningstar (2015): Relación entre comisiones y rentabilidad, 24 de Abril de 2015. Consultado en http://www.morningstar.es/es/news/136751/relaci%C3%B3n-entre-comisiones-y-rentabilidad.aspx

Morningstar (2015): *La amenaza del Beta estratégico*, Morningstar Equity Analysts, 20 de febrero de 2015, Morningstar, Chicago, Consultado en http://www.morningstar.es/es/news/134655/la-amenaza-del-beta-estrat%C3%A9gico.aspx

Motley, B. (1982): "Consumption, saving and asset accumulation" en *Fiscal policy: Influence on money, saving and exchange rates*, Economic Review, Invierno 1982, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco.

Mozes, H. y M. Herzberg (2003): "The persistence of hedge fund risk: Evidence and implications for investors", *Journal of Alternative Investments*, 1 (6), 2, págs. 22-42.

MSI (2014): *Análisis de la competitividad del mercado automovilístico español*, 22 de octubre de 2014, Sistemas de Inteligencia de Mercado SA, Madrid. Consultado en http://www.faconauto.com/pdfs/3/Analisis_de_la_Competitividad_del_Mercado_Automovilistico_Espa%C3%B1ol_MSI_publico.pdf.

Muga L. y R. Santamaría (2010): "Market penetration strategies and the fee-performance relationship: The case of Spanish money mutual funds"*, The Service Industries Journal, Forthcoming,* págs. 1529-1547.

Muñoz, S. (2013): *Con la AIMFD no hará falta gestora de IIC española para gestionar SICAV*, 7 de Marzo de 2013, Funds People. Consultado en

http://www.fundspeople.com/noticias/con-la-aimfd-no-hara-falta-gestora-de-iic-espanola-para-gestionar-sicav-82598.

ONU (2015): *Situación y perspectivas de la economía mundial 2015*, Organización de las Naciones Unidas, Nueva York. Consultado en http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_archive/2015wesp-es-es.pdf

Naredo, J. M. y O. Carpintero (2011): "Patrimonio inmobiliario y financiero de los hogares. Tendencias y convergencia española con los estándares europeos", *Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 99-115.

Naredo, J. M., Carpintero, O. y C. Marcos (2008): *Patrimonio inmobiliario y balance nacional de la economía española (1995-2007)*, Serie Economía y Sociedad, págs. 43-81, Fundación de Cajas de Ahorros Confederadas, Madrid.

Newey, W. y K. D. West (1987): "A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix", *Econometrica* 55 (3), págs. 703–708.

Newman, K. (2001): "Interrogating Servqual: A critical assessment of service quality measurement in a high street retail bank", *The International Journal of Bank Marketing*, 19 (3), págs. 126-139.

Nieto, E. (2012): "La composición del ahorro de las familias", *Extoikos*, 8, págs. 25-39.

Nitzsche, D., Cuthbertson, K., y N. O'Sullivan (2006): *Mutual fund performance*. Consultado en http://ssrn.com/abstract=955807.

Noguer, M. (2008): *El enigmático mundo de los hedge funds: Beneficios y riesgos*, La Caixa, Documentos de Economía, nº 9.

Norma Foral 3/2009, de 23 de diciembre, de presupuestos generales del Territorio Histórico de Bizkaia para el año 2010. Boletín Oficial de Bizkaia, nº 247.

Núñez, J. A. (2008): *Consumo y ahorro de los hogares jóvenes. Evidencia para España,* Cuadernos de Ciencias Económicas y Empresariales, 54, Universidad de Málaga, Malaga.

Observatorio Inverco (2010): *El comportamiento de los partícipes de fondos de inversión ante escenarios de incertidumbre*, 6 de octubre de 2010, Inverco, Madrid.

Observatorio Inverco (2010): *Perfil socio-cultural del inversor*, 3 de Marzo de 2010, Inverco, Madrid,.

Observatorio Inverco (2011): *II Barómetro del Ahorro*, 18 de Octubre de 2011, Inverco, Madrid.

Observatorio Inverco (2011): *¿Le interesa a los periodistas la información de las gestoras de fondos de inversión? Estudio de percepción de las gestoras de fondos de inversión en los medios españoles*, Junio de 2011, Inverco, Madrid.

Observatorio Inverco (2013): *III Barómetro del ahorro*, 4 de Noviembre de 2013, Inverco, Madrid.

Observatorio Inverco (2013): *III Encuesta de fondos de inversión,* 13 de Marzo de 2013, Inverco, Madrid.

Observatorio Inverco (2014): *II Estudio: Visión sobre los fondos de inversión y sus gestores*, 22 de Octubre de 2014, Inverco, Madrid.

Observatorio Inverco (2015): *V Encuesta de fondos de inversión*, 9 de Marzo de 2015, Inverco, Madrid.

OCDE (2005): "Improving financial literacy: Analysis of issues and policies", *Financial Market Trends*, *OECD Journal*, 11 (2), págs. 111-123.

OCDE (2005): *Recommendation on principles and good practices for financial education and awareness*, Julio, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, París.

OCDE (2014): *Pension markets in focus 2014*, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, París.

Odean, T. (1999): "Do investors trade too much?", *American Economic Review*, 89, págs. 1279-1298.

OIT (2011): *Informe mundial sobre los salarios 2010/2011. Políticas salariales en tiempo de crisis*, Oficina Internacional del Trabajo, Santiago de Chile.

OIT (2013): *Informe mundial sobre los salarios 2012/2013. Los salarios y el crecimiento equitativo,* Oficina Internacional del Trabajo, Ginebra.

Oladipo, O. (2010): "Does saving really matter for growth in developing countries? The case of a small open economy", *International Business & Economics Research Journal*, 9 (4), págs. 1-17.

Oliver, R. L. (1999): "Whence consumer loyalty?", *Journal of Marketing*, 63 (Special Issue), págs. 33-44.

Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril, por la que se desarrollan las disposiciones del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, relativas a las instituciones de inversión colectiva de inversión libre y las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre, y por la que se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar diversas disposiciones. Boletín Oficial del Estado, nº 99.

Orden EHA/35/2008, de 14 de enero, por la que se desarrollan las normas relativas a la contabilidad de las instituciones de inversión colectiva, la determinación del patrimonio, el cómputo de los coeficientes de diversificación del riesgo y determinados aspectos de las instituciones de inversión colectiva cuya política consiste en reproducir, replicar o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija, y por la que se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores par su desarrollo. Boletín Oficial del Estado, nº 19.

Ortí, A. y A. De Lucas (2005): *En los límites del desarrollo capitalista: multifrenia consumista y crisis de civilización en el modelo de globalización financiera*. II Seminario Internacional de sociología crítica "*Jesús Ibáñez*", Universidad de Valencia, en *Expansión del neoliberalismo y políticas sociales. Una lectura de la crisis desde el Barómetro Social de España*. Consultado en http://www.barometrosocial.es/archivos/BSE2011_PolSoc.pdf

Otten, R. y D. Bams (2002): "European mutual fund performance", *European Financial Management*, 8 (1), págs. 75-101.

Otten, R. y M. Schweitzer (1998): *A Comparison between the European and the U.S. mutual fund industry*, Limburg Institute of Financial Economics, Maastricht University, Maastricht.

Owens, K. (2012): *The international investment fund industry in Ireland*. Irish Funds Industry Association, Dublín. Consultado en http://www.irishfunds.ie/about

Pagano, M. (1993): "Financial markets and growth", *European Economic Review*, 37, págs. 613-622.

Pal, M. y K. Choudhury (2009): "Exploring the dimensionality of service quality: An application o topsis in the Indian banking industry", *Asia-Pacific Journal of Operational Research*, 26 (1), págs. 115-133.

Palacios, J. y L. Álvarez (2003): *Resultados de los fondos de inversión españoles: 1992-2001*, Documento de Investigación, 486, IESE Business School, Universidad de Navarra, Barcelona.

Palacios, J. (2010): *A vueltas con los fondos de inversión españoles: Nuevas sorpresas en la década 2000-2009*. Documento de investigación, 849. IESE Business School, Universidad de Navarra, Barcelona.

Palomo, R. J. y J. L. Mateu (2004): *Productos financieros y operaciones de inversión*, Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, Madrid.

Parasuraman, A. Zeithaml, V. A. y L. L. Berry (1985): "A conceptual model of service quality and its implications for future research", *Journal of Marketing,* 49, págs. 41-50.

Parasuraman, A. Zeithaml, V. A. y L. L. Berry (1988): "Communication and control processes in the delivery of service quality", *Journal of Marketing*, 52, págs. 35-48.

Parasuraman, A. Zeithaml, V. A. y L. L Berry (1990): *Delivering quality service. Balancing customer perceptions and expectations*, Free Press, Nueva York.

Parasuraman, A. Zeithaml, V. A. y L. L. Berry (1991): "Refinement and reassessment of the Servqual scale", *Journal of Retailing*, 67 (4), págs. 420-450.

Parasuraman, A. y L. L. Berry (1993): *Marketing de servicios. La calidad como meta*, Editorial Parramon, Barcelona.

Parasuraman, A. Zeithaml, V. A. y L. L. Berry (1994): "Reassessment of expectations as a comparison standard in measuring service quality: Implications for future research", *Journal of Marketing*, 58 (1), págs. 111-124.

Parasuraman, A. Zeithaml, V. A. y L. L. Berry (1994): "Alternative scales for measuring service quality: A comparative assessment based on psychometric and diagnostic criteria", *Journal of Retailing*, 70 (3), págs. 201-230.

Parejo, J. A., Cuervo, A., Calvo, A. y L. Rodríguez Saiz (2001): *Manual del Sistema Financiero Español*, Ariel, Barcelona.

Patel, J., Zeckhauser, R. y D. Hendriks (1994): "Investment flows and perfomance: Evidence from mutual funds, cross-border investments, and new issues", en *Japan, Europe, and international financial markets: Analytical and empirical perspectives,* Cambridge University Press, Cambridge.

Paxson, C. (1996): "Saving and growth: Evidence from micro data", *European Economic Review*, 40 (2), págs. 255-288.

Peersman, G. y F. Smets (1999): "The Taylor rule: A useful monetary policy benchmark for the Euro Area?", *International Finance*, 2 (1), págs. 85-116.

Peña, D. (2002): *Análisis de datos multivariantes*, McGraw-Hill Interamericana de España S.A.U., Madrid

Pérez, F., Chorén, P., Goerlich, F. J., Mas, M., Milgram, J., Robledo, J. C., Soler, A., Serrano, L., Ünal-Kesenci, D. y Uriel, E. (2004): *La competitividad de la economía española: Inflación, productividad y especialización,* La Caixa, Colección Estudios Económicos, nº 32.

Perron, P. (1989): "The great crash, the oil price shock, and the unit root hypothesis", *Econometrica*, 57 (6), págs. 1361-1401.

Perron, P. (1997): "Further evidence on breaking trend functions in macroeconomic variables", *Journal of Econometrics*, 80 (2), págs. 355-385.

Perron, P. (2005): "Dealing with structural breaks", en *Palgrave handbook of econometrics*: *Econometric theory*, págs. 278-352, Boston University, Boston.

Pescador, M. D. (2011): "Productos de seguro como destino del ahorro financiero familiar. Tipos de productos, estructura del mercado y distribución", *Fundación de Estudios Financieros,* 39, págs. 303-318.

Phelps, S. y L. Detzel (1997): "The nonpersistence of mutual fund performance", *Quarterly Journal of Business and Economics*, 36 (2), págs. 55-69.

Phillips, P. C. B. y P. Perron (1988): "Testing for a unit root in time series regression", *Biometrika*, 75 (2), págs. 335- 346.

Pichette, L. y D. Trembay (2004): "Are wealth effects important for Canada?", *Bank of Canada Review*, Invierno 2004, págs. 29-35.

Pina, D. (2011): *El ahorro de los hogares: Camino hacia la normalización,* La Caixa Informe Mensual, nº 344.

Piketty, T. (2014): *Capital in the Twenty-First Century*, Brilliance Corp, Michigan.

Plantier, L. C. (2014): *Globalisation and the global growth of long-term mutual funds*, Global Research Perspective, Marzo 2014, Investment Company Institute, Washington D.C. Consultado en www.iciglobal.org/pdf/icig_per01-01.pdf.

Poterba, J. M., Venti, S. F. y D. A. Wise (1995): "Do 401(k) contributions crowd out other personal saving", *Journal of Public Economics*, 58 (1), Septiembre 1995.

Poterba, J. M., Venti, S. F. y D. A. Wise (1996): "How retirement saving programs increase saving", *The Journal of Economic Perspectives*, 10 (4), págs. 91-112.

Pozen, R. C. (2011): *Why European funds are outgunning US rivals*, 12 de Abril de 2011, The Financial Times. Consultado en http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b9b5bb4c-6514-11e0-9369-00144feab49a.html#axzz3P1n4JFN7.

Prats Esteve, J. M. (1971): *Mito y realidad de los fondos de inversión,* Ediciones Deusto, Bilbao.

PWC (2010): *UCITS IV Kid. Key Investor Information Document,* PricewaterhouseCoopers, Londres. Consultado en http://www.pwc.lu/en/ucits4/docs/pwc-flyer-kiid.pdf.

PWC (2014): *Distributing our knowledge. Fund distribution: UCITS and alternative investment funds (AIFs)*, 12 de Mayo de 2014, PricewaterhouseCoopers, Londres. Consultado en www.pwc.ie/assetmanagement.

Pulido, A. y A. M. López (2004): *Ahorro y consumo como factores de crecimiento*, Instituto L.R. Klein-Centro Stone, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid.

Quigley, G. y R. A. Sinquefield (2000): "Performance of UK equity unit trusts"*, Journal of Asset Management*, 1 (1), págs. 72–92.

Rabadán, M. (2011): "La Inversión Colectiva: Concepto y evolución. Sus funciones. Situación actual y perspectivas", *Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 27-41.

Rabadán, M. (2011): "La inversión en fondos como destino del ahorro de las familias españolas. Perspectivas", *Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 285-302.

Rapach, D. E. y J. K. Strauss (2006): *The long-run relationship between consumption and housing wealth in the eighth district states*, Regional Economic Development, 2 (2), págs. 140-147, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis.

Raymond, J. L. (1991): *El ahorro en la economía española*. Papeles de Economía Española, 47, págs. 155-172.

Raymond, J. L., Oliver, J. y D. Pulolar (1996): "El comportamiento del ahorro familiar a partir de las encuestas de presupuestos familiares 1990-1991", *Papeles de Economía Española,* 65, págs. 196-211.

Raymond, J. L. (1997): "Una aproximación macroeconómica al ahorro. Del círculo virtuoso de la riqueza al círculo virtuoso de la pobreza", *Papeles de Economía Española*, 70, págs. 152-171.

Raymond, J. L. (2004): "El ahorro en España", *Papeles de Economía Española*, 100 (1), págs. 166-183.

Razin, A., Sadka, E. y C. Yuen (1997): *Channeling domestic savings into productive investment under asymetric information: The essential role of foreign direct investment*, Working Paper 6338, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Real Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio. Boletín Oficial del Estado, nº 107.

Real Decreto 1346/1985, de 17 de Julio, por el que se reglamenta la Ley 46/1984, de 26 de Diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversion Colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 243.

Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 275.

Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores. Boletín Oficial del Estado, nº 186.

Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Boletín Oficial del Estado, nº 60.

Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y se adapta el régimen tributario de las Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 267.

Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, por el que se modifica el Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. Boletín Oficial del Estado, nº 66.

Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero. Boletín Oficial del Estado, nº 78.

Real Decreto 215/2008, de 15 de febrero, por el que se modifica el artículo 59 del Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. Boletín Oficial del Estado, nº 41.

Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. Boletín Oficial del Estado, nº 41.

Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores. Boletín Oficial del Estado, nº 246.

Real Decreto 1975/2008, de 28 de noviembre, sobre las medidas urgentes a adoptar en materia económica, fiscal, de empleo y de acceso a la vivienda. Boletín Oficial del Estado, nº 290.

Real Decreto-ley 2/2008, de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica. Boletín Oficial del Estado, nº 97.

Real Decreto-ley 9/2008, de 28 de noviembre, por el que se crean un fondo estatal de inversión local y un fondo especial del estado para la dinamización de la economía y el empleo y se aprueban créditos extraordinarios para atender a su financiación. Boletín Oficial del Estado, nº 290.

Real Decreto 97/2009, de 6 de febrero, por el que se modifica el Real Decreto 1975/2008, de 28 de noviembre, sobre las medidas urgentes a adoptar en materia económica, fiscal, de empleo y de acceso a la vivienda. Boletín Oficial del Estado, nº 33.

Real Decreto 1818/2009, de 27 de noviembre, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. Boletín Oficial del Estado, nº 294.

Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre, por el que se modifican el Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. Boletín Oficial del Estado, nº 294.

Real Decreto 2004/2009, de 23 de diciembre, por el que se modifica el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, en materia de pagos a cuenta, el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos, aprobado por el Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio, y el Reglamento del Impuesto sobre el Valor Añadido, aprobado por el Real Decreto 1624/1992, de 29 de diciembre, en materia de obligaciones formales, y se establecen para 2010 nuevos plazos de renuncias y revocaciones al método de estimación objetiva del

Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y a los regímenes especiales simplificado y de la agricultura, ganadería y pesca del Impuesto sobre el Valor Añadido. Boletín Oficial del Estado, nº 313.

Real Decreto 628/2010, de 14 de mayo, por el que se modifican el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores. Boletín Oficial del Estado, nº 135.

Real Decreto-ley 8/2010, de 20 de mayo, por el que se adoptan medidas extraordinarias para la reducción del déficit público. Boletín Oficial del Estado, nº 126.

Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reglamentos en el ámbito tributario. Boletín Oficial del Estado, nº 139.

Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito. Boletín Oficial del Estado, nº 133.

Real Decreto-ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa. Boletín Oficial del Estado, nº 161.

Real Decreto-ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público. Boletín Oficial del Estado, nº 315.

Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos. Boletín Oficial del Estado, nº 60.

Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 173.

Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Boletín Oficial del Estado, nº 210.

Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero, por el que se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, nº 39.

Reglamento (CE) n° 2423/2001 del Banco Central Europeo, de 22 de noviembre de 2001, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias. BCE/2001/13. Diario Oficial de la Unión Europea, 17 de Diciembre de 2001.

Reglamento (CE) nº 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva. Diario Oficial de la Unión Europea, 2 de Septiembre de 2006.

Reglamento (UE) nº 584/2010 de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a la forma y el contenido del escrito de notificación y el certificado del OICVM normalizados, el uso de la comunicación electrónica entre las autoridades competentes a efectos de notificación, los procedimientos para las verificaciones in situ y las investigaciones y el intercambio de información entre las autoridades competentes. Diario Oficial de la Unión Europea, 10 de Julio de 2010.

Reglamento (UE) nº 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos. Diario Oficial de la Unión Europea, 25 de Abril de 2013.

Reglamento (UE) nº 1071/2013 del Banco Central Europeo, de 24 de septiembre de 2013, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (refundición). Diario Oficial de la Unión Europea, 7 de Noviembre de 2013.

Reglamento (UE) nº 1073/2013 del Banco Central Europeo, de 18 de octubre de 2013 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión (refundición). Diario Oficial de la Unión Europea, 7 de Noviembre de 2013.

Reglamento (UE) nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de Junio de 2014.

Reglamento delegado (UE) nº 694/2014 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2013, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que determinan los tipos de gestores de fondos de inversión alternativos. Diario Oficial de la Unión Europea, 24 de Junio de 2014.

Rehman, H., Faridi, M. Z., y F. Bashir (2010): "Households saving behaviour in Pakistan: A case of multan district", *Pakistan Journal of Social Sciences*, 30 (1), págs. 17-29.

Reichheld, F. F. (1993): "Loyalty-based management", *Harvard Business Review*, págs. 64-73.

Rha, J. Y., Montalto, C. P. y S. D. Hanna (2006): "The effect of self-control mechanisms on household saving behaviour", *Financial Counseling and Planning*, 17 (2), págs. 3–16.

Rhodes, M. (2000): *Past imperfect? The performance of UK equity managed funds,* Financial Services Authority Occasional Paper, 9, University of Aberyswyth, Aberyswyth.

Ricardo, D. (1817): Principles of political economy and taxation, en *The works and correspondence of David Ricardo*, 1, Cambridge University Press, Cambridge, págs. 1951–1973.

Richards, K. (2014): "Winning new investors confidence" en *Building blocks for industry driven investor education initiatives*, Report on Investor Education, págs. 49-51, European Fund and Asset Management Association, Bruselas.

Roa, A. (1999): "Rentabilidad, riesgo, ranking y rating de los fondos de inversión", en *Manual práctico de fondos de inversión,* Cinco días, Madrid.

Rocafort, G. (2011): *SICAV, paraíso fiscal. Los muy ricos sólo contribuyen con el 1%*, Ediciones Rambla SA, Madrid.

Roda, F. (1991): "Las instituciones de inversión colectiva en España"*, Papeles de Economía Española*, 49, págs. 158-167.

Rodríguez, F. (2000): "Fondos de inversión y banca tradicional en España", *Papeles de Economía Española*, 84-85, págs. 295-306.

Rodríguez, M. J. y J. Martín: "Hogares y familias", *Sociedad y Utopía*, 31, págs. 85-106.

Roll (1978): "Ambiguity when performance is measured by the securities market line", *Journal of Finance*, 33 (4), págs. 1051-1069.

Román, M. y J. Traverso (1997): "La satisfacción del cliente como elemento clave en la calidad de los servicios financieros, un estudio empírico", *Banca española*, 279, pág. 5.

Romer, P. (1986): "Increasing returns and long run growth", *Journal of Political Economy*, 94 (5), págs. 1002-1037.

Roth, A. V. y W. E. Jackson (1995): "Strategic determinants of service quality and performance. Evidence from the banking industry", *Management Science*, 41 (11), págs. 1720-1733.

Rouwenhorst K. G. (2004): *The origins of mutual funds*, Working Paper, 48, Yale School of Management, Yale.

Rubio, G. (1993): "Performance measurement of management portfolios: A survey", *Investigaciones Económicas*, 17 (1), págs. 3-41.

Rubio, G. (1995): "Further evidence on performance evaluation: Portfolios holdings, recommendations, and turnover cost", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 5, págs. 127-153.

Rubio, A. y M. Ruesta (2011): "Los productos bancarios de depósito en el ahorro familiar. Perspectivas", *Fundación de Estudios Financieros*, 39, págs. 213-223.

Rucci, A. J., Kirn, S. P. y R. T. Quinn (1998): "The employee-customer profit chain at sears"*, Harvard Business Review*, 76 (1), págs. 82-98.

Rugg, D. D. (1986): *The Dow Jones Irwin guide to mutual funds*, Dow Jones Irwin, Nueva York.

Ruiz-Huerta, J., Agúndez, A., Garcimartín, C., López, J., y J. Rodríguez (2011): *Tendencias de reforma fiscal: Hacia una fiscalidad europea*, Documanto de trabajo, 62. págs. 10-20, Observatorio de Política Exterior Española, Madrid.

Ruiz Martín, M. (2007): *Los fondos de inversión: Performance y persistencia*, Monografía, 26, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid.

Ruiz, S. y C. Mendoza (2011): *Los fondos de inversión en España: Análisis de la tipología, técnicas de gestión y métodos de inversión,* UAM Ediciones, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid.

Sáenz de Cenzano, J. (2015): *¿Cómo qué Fondos de "Autor"?,* Morningstar, 16 de Enero de 2015. Consultado en http://www.morningstar.es/es/news/133243/%C2%BFc%C3%B3mo-que-%E2%80%9Cfondos-de-autor%E2%80%9D.aspx.

Saikkonen, P. (1993): "Estimation of cointegration vectors with linear restrictions", *Econometric Theory*, 9 (1), págs. 19-35.

Salat, X. (1998): *El largo camino hacia la fidelización,* Investigación y marketing, 57, págs. 10-17, Asociación Española de Estudios de Mercado, Marketing y Opinión, Madrid.

Saltz, I. S. (1999): "An examination of the causal relationship between savings and growth in the third world", *Journal of Economics and Finance*, 23 (1), págs. 90-98.

Santesmases, M. (1994): "El marketing financiero como factor de competitividad", *Papeles de Economía Española*, 58, págs. 224-236.

Santillán, J. (1997): "Evolución y tendencias del ahorro global", *Papeles de Economía Española,* 70, págs. 12-23.

Sastre, T. y J. L. Fernández-Sánchez (2005). *Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas,* Documentos de Trabajo, 0529, Banco de España, Madrid.

Sastre, T. y J. Martínez (2008): *Estructura de la renta y disponibilidad de ahorro en España: Un análisis con datos de hogares,* Boletín Económico, Abril 2008, Banco de España, Madrid.

Sastre, L. y R. Osuna (2011): *La economía española en el contexto de la zona euro*. Programa de Radio UNED, 17 de Marzo de 2011.

Saurina, C. (2002): "Medida de la calidad: Adaptación de la escala Servqual al ámbito financiero", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXXI (113), págs. 803-831.

Say, J. B. (1841): *A treatise on political economy or the production, distribution, and consumption of wealth*, Lippincott & Co, Filadelfia.

Scheffé, H. (1959): *The analysis of variance*, Wiley, Nueva York.

Schlessinger, L. A. y J. Zornitsky (1991): "Job satisfaction, service capability and customer satisfaction: An examination of linkages and management implications", *Human Resource Panning*, 14 (2), pág. 141.

Schmenner, R. W. (1986): "How can service businesses survive and prosper", *Sloan Management Review*, 27 (3), págs. 21-32.

Schmidt-Hebbel, K., Webb, S. B. y G. Corsetti (1994): "Household saving in developing countries: First cross-country evidence", *World Bank Economic Review,* 6 (3), págs. 529-547.

Schneider, B. y D. E. Bowen (1995): *Winning the service game*, Harvard Business School Press, Boston.

Schularick, M. y P. Wachtel (2012): *The making of America's imbalances*, Discussion Paper, 16, Freie Universität, Berlin.

Schumpeter, J. A. (1912): *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle,* Harvard University Press, 1934, Massachusetts.

Schwarz, G. (1978): "Estimating the dimension of a model", *The Annals of Statistics*, 6 (2), págs. 461-464.

Self Bank (2014): *¿Cómo nacieron los ETF?* Guía para operar con ETF, Self Bank, Madrid.

Sharma, A. y V. Mehta (2004): "Service quality perceptions in financial services. A case study of banking services", *Journal of Services Research*, 4 (2), págs. 205-223.

Sharpe, W. F. (1966): "Mutual fund performance", *Journal of Business*, 39, págs. 119- 138.

Shaw, E. S. (1973): *Financial deepening in economic development,* Financial Deepening in Economic Development , Oxford University Press*,* Londres.

Shawky, H. A. (1982): "An update on mutual funds: Better grades", *Journal of Portfolio Management,* 8 (2), págs. 29-34.

Shorrocks, A. F. (1975): "The age-wealth relationship: A cross-section and cohort analysis", *The Review of Economics and Statistics*, 57 (2), págs. 155-163.

Shunk, D. (2009): "What determines household saving behavior? An examination of saving motives and saving decisions", *Journal of Economics and Statistics*, 229 (4), págs. 467-491.

Simón, P. M. y M. M. Mendieta (2015): *Santander 'rescata' a 150.000 clientes de fondos monetarios*. 17 de Abril de 2015, Cinco Días. Consultado en http://cincodias.com/cincodias/2015/04/16/mercados/1429209032_033244.html.

Sims, C. (1980): "Macroeconomics and reality", *Econometrica*, 48 (1), págs. 1-49.

Sinai, T. y N. Souleles (2003): *Owner-occupied housing as a hedge against rent risk*, Working Paper, 9462, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Singh, A. (1998): "Asian capitalism and the financial crisis", en *International capital markets and the future of economic policy*, Working Paper, 3 (10), Center for Economic Policy Analysis, Nueva York.

Sinha, D. and T. Sinha (1996): "The role of saving in Pakistan's economic growth", *The Journal of Applied Business Research,* 15 (1), págs. 79-85.

Sinha, D. y T. Sinha (1998): "Cart before horse? The saving-growth nexus in Mexico"*, Economics Letters*, 61 (1), págs. 43-47.

Sinha, D. y T. Sinha (1999): "Saving and economic growth in Sri Lanka"*, Indian Journal of Applied Economics*, 8 (3), págs. 163-174.

Sinha, D. y T. Sinha (2007): "Tests of granger causality between saving and economic growth in the Philippines", *Journal of Social and Economic Development*, 2 (2), págs. 200-207.

Sirri, E. R. y P. Tufano (1993): "Competition and change in the mutual fund industry", en *Financial services: Perspectives and challenges*, Harvard Business School Press, Massachusetts.

Sirri, E. R. y P. Tufano (1998): "Costly search and mutual fund flows", *Journal of Finance* 53, págs. 1589-1622.

Sismondi, J. C. L. (1815): *Economía Política*. Alianza Editorial, Madrid.

Smirnov, N. (1948): "Table for estimating the goodness of fit of empirical distributions", *The Annals of Mathematical Statistics,* 19, págs. 279-281.

Smith, A. (1776): *Investigación sobre la naturaleza y causa de la riqueza de las naciones*, Fondo de Cultura Económica, México D.F.

Soldevilla, E. (1999): *Los fondos de inversión. Gestión y valoración*, Pirámide, Madrid,

Solomon, L. C. (1975): "The relation between schooling and savings behavior: An example of indirect effects of education", en *Education, income and human behavior*, F. Thomas Juster, editor, McGraw-Hill, Nueva York.

Solow, R. (1956): "A contribution to the theory of economic growth"*, The Quarterly Journal of Economics*, 70 (1), págs. 65-94.

Sörensen, B. E. (2005): *Cointegration*, Economic, 266, University of Houston, Houston. Consultado en www.uh.edu/~bsorense/coint.pdf.

Spence, W. (1807): *Britain independent of commerce: Or proofs deduced from an investigation into the true causes of the wealth of nations*, Kessinger Publishing, Montana.

Statman, M., Thorley, S. y K. Vorkink (2004): "Investor overconfidence and trading volume", *Review of Financial Studies*, 19 (4), págs. 1531-1565.

Stock, J., y M. Watson (1993): "A simple sstimator of cointegrating vectors in higher order integrated systems", *Econometrica*, 61 (4), págs. 783-820.

Sudworth, J. (2015): *China's stock market fall hits small investors,* 7 de Julio de 2015, BBC News. Consultado en http://www.bbc.com/news/business-33425353.

Taltavull, P. (2005): "Sector construcción y mercado de la vivienda", en *Lecciones de economía española*, Editorial Civitas, Madrid.

Taleb, N. N. (2007): *The Black Swan: The impact of the highly improbable*, Random House, Nueva York.

Tanzi, V. y H. H. Zee (1998): *Taxation and the household saving rate. Evidence from OECD countries*, Working Paper, 36, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

Tapia Hermida, A. J. (1998): *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Dykinson, Madrid.

Taylor, M. P. y I. Tonks (1989): "The internationalisation of stock markets and the abolition of U.K. exchange control", *The Review of Economics and Statistics*, 71 (2), págs. 332-336.

Taylor, J. B. (1993): *Discretion versus policy rules in practice,* Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*,* 39, Standford University, Standford.

Taylor, S. A. y T. L. Baker (1994): "An assessment of the relationship between service quality and customer satisfaction in the formation of consumer´s purchase intentions", *Journal of Retailing*, 70 (2), págs. 163-178.

Teo, M. y S. J. Woo (2001): *Persistence in style-adjusted mutual fund returns,* Noviembre 2001, Departament of Economics, Harvard University, Massachusetts.

Tesar, L. y I. Werner (1994): "U.S. equity investment in emerging stock markets", *The World Bank Economic Review*, 9 (1), págs. 109-129.

The Banker (2015): *1000 largest world banks database,* The Banker, Londres.

Tidwell, G. (2014): "Investor education: A regulatory perspective", en *Building Blocks for Industry Driven Investor Education Initiatives*, Report on Investor Education, Marzo 2014, European Fund and Asset Management Association, Bruselas.

Ting, D. H. (2004): "Service quality and satisfaction perceptions: curvilinear and interaction effect", *The International Journal of Bank Marketing*, 22 (6), págs. 407-420.

Toharia, L. (2011): *El debate sobre las reformas necesarias para la economía española: El mercado de trabajo*, Gaceta Sindical, Reflexión y Debate, 17, diciembre 2011, en: *Las reformas laborales y su repercusión en materia de contratación y empleo. 52 reformas desde la aprobación del Estatuto de los Trabajadores en 1980*. Febrero 2012. Fundación 1º Mayo. Consultado en http://www.1mayo.ccoo.es/nova/files/1018/InformeReformas.pdf.

Toledo, I. y R. Marco (2006): "¿Persisten las rentabilidades en el mercado de fondos de inversión español? Un análisis empírico para el periodo 1994-2001", *Estadística Española*, 48 (161), págs. 5-38.

Torre, B. y M. García (2001): "Investment companies as alternative institutions to tradicional banks: An empirical analysis of Spanish reaction to the mutual funds market", *SSRN Electronic Journal,* 01/2001.

Torre, B. y M. García (2002): "El mercado español de fondos de inversión de renta variable", *Información Comercial Española, Revista de Economía*, 800, págs. 193-207, Junio-Julio 2002.

UPV (2013): *Programa Certificación Oficial de European Financial Advisor (EFA)*, Universitát Politécnica de Valéncia, Valencia.

Ureta, J. C. (2011): "Ahorro Familiar en España"*, Fundación de Estudios Financieros*, 39, pág. 8.

Uría y Menéndez (2012): *Nueva regulación legal de las instituciones de inversión colectiva*, 31/2012, Actualidad Jurídica, Uría y Menendez Abogados. Consultado en http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3362/documento/foro02.pdf?id=3877.

Urra, I. (2004): *Determinantes de los flujos de entradas y salidas y del riesgo asumido por los fondos de inversión en España*, Octubre 2004, págs. 65-67, Centro de Estudios Monetarios y Financieros, Madrid.

Uxó, J. (2010): "Ahorro" en *Enciclopedia de Economía, Finanzas y Negocios,* Wolters Kluwer, Madrid.

Valvuena, C. (2014): *¿Mi fondo vale lo que cuesta?*. Consultado en http://mundotrading.net/2015/03/17/mi-fondo-vale-lo-que-cuesta-por-carlos-valbuena.

Vaan Rooj, M., Lusardi, A. y R. Alessie (2008): "Financial literacy and stock market participation", *Journal of Financial Economics*, 101 (2), págs. 449-472.

Vaan Rooj, M., Lusardi, A. y R. Alessie (2011): *Financial literacy, retirement planning, and household wealth*, Working Paper, 17339, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Valdunciel, L., Flórez, M. y J. A. Miguel-Dávila (2007): *Análisis de la calidad del servicio que prestan las entidades bancarias y su repercusión en la satisfacción del cliente y la lealtad hacia la entidad*, Revista Asturiana de Economía, 38, Universidad de León, León.

Villanueva, Mª. V. (2009): *Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones*, Monografía, 36, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid.

Viñuales, L. M. (2010): *SOCIMI: ¿El REIT de nueva generación?. Un estudio comparado,* Crónica Tributaria, 135, Garrigues Abogados y Asesores Tributarios, Madrid, págs. 247-266.

Volkman, D. y M. E. Wohar (1995): "Determinants of persistence in the relative performance of mutual funds", *Journal of Financial Research,* 18 (4), págs. 415-430.

Voss, D. (2014): "Guidelines for investor education initiatives", en *Building blocks for industry driven investor education initiatives,* Report on Investor Education, Marzo 2014, European Fund and Asset Management Association, Bruselas.

Wachtel, P. (1984): "Household saving and demographic change 1950-2050", *Research in Population Economics*, 2 (5), págs. 217-233.

Wang, Y., Lo, H. P. y Y. V. Hui (2003): "The antecedents of service quality and product quality and their infl uences on bank reputation: Evidence from the banking industry in China", *Managing Service Quality*, 13 (1), págs. 72-83.

Wermers, R. (1997): *Momentum investment strategies of mutual funds, performance persistence and survivorship bias*, Graduate School of Business and Administration, University of Colorado Boulder, Colorado.

Wermers, R. (1999): "Mutual fund herding and the impact on stock prices", *The Journal of Finance*, 54 (2), págs. 581-622.

WFE (2015): *Statistics on stock exchanges,* World Federation of Exchanges, Londres. Consultado en http://www.world-exchanges.org/statistics.

Wilcox, R. T. (2003): "Bargain hunting or star gazing? Investors´ preferences for stock mutual funds", *Journal of Business*, LXXVI (4), págs. 645-664.

Wildau, G. (2015): *Shadow lending crackdown looms over China´s stock market,* 25 de Junio de 2015, Financial Times. Consultado en http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6963a7c6-1a5a-11e5-a130-2e7db721f996.html#axzz3kt0mFzfJ.

Wooldridge, J. M. (2011): *Econometric analysis of cross section and panel data*, The Massachusetts Institute of Technology Press, Massachusetts.

Wooldridge, J. M. (2012): *Introductory econometrics: A modern approach*, Cengage Learning, Boston.

Wrigley, E. A. (1994): *Historia y población. Introducción a la demografía histórica*. Editorial Crítica, Barcelona.

Yaari, M. E. (1965): "Uncertain lifetime, life insurance, and the theory of the consumer", *Journal of the Society for Economic Analysis*, 32 (1), págs. 137-150.

Yavas, U., Bilgin, Z. y D. Shemwell (1997): "Service quality in the banking sector in an emerging economy: A consumer survey", *The International Journal of Bank Marketing*, 15 (6), págs. 217-223.

Yavas, U., Benkenstein, M. y U. Stuhldreier (2004): "Relationships between service quality and behavioural outcomes: A study of private bank customers in Germany", *The International Journal of Bank Marketing*, 22 (2), págs. 144-157.

Yoshikawa, H. y F. Ohtake (1989): "An analysis of female labor supply, housing demand, and the saving rate in Japan", *European Economic Review*, 33 (5), págs. 997-1023.

Yusupov, G. y W. Duan (2010): *Long run relationships between base metals, gold and oil*, Masters of Science in Finance, School of Economics and Management, Lund University, Lund.

Zabalza, A. y J. Andrés (1991): *"¿*Afecta la fiscalidad al ahorro?", en *La economía española: Una perspectiva macroeconómica*, Antonio Bosh Editores, Madrid.

Zeithaml, V. A., Bitner, M. J. y D. D. Gremler (1999): *Services marketing: Integrating customer focus across the firm*, McGraw-Hill, Nueva York.

Zeldes, S. P. (1989): "Consumption and liquidity constrains: An empirical investigation", *Journal of Political Economy*, 97 (2), págs. 305-346.

Zemke, R. (1997):"The service revolution: Who won?", *Management Review*, 86 (3), pág. 57.

Zivot, E. y K. Andrews (1992): "Further evidence on the great crash, the oil price shock, and the unit root hypothesis", *Journal of Business and Economic Statistics*, 10 (3), págs. 251-270.

Zhou, L. (2004): "A dimension-specific analysis of performance-only measurement of service quality and satisfaction in China's retail banking*"*, *Journal of Services Marketing*, 18 (7), págs. 534-546.

Zurita, J. (2014: *Análisis de la concentración y competencia en el sector bancario*, Documento de trabajo, 23, BBVA Research, Madrid.

Apéndices

Apéndice nº 1: Deflactor del pib_{pm} de la Eurozona

Las series de datos del Deflactor del PIBpm trimestral (DFpibQ) y trimestral acumulado (DFpibAQ) no están desestacionalizadas.

Periodo	2005=100	DFpibQ	DFpibAQ	Periodo	2005=100	DFpibQ	DFpibAQ
1999Q1	87,76	-1,350	-1,350000	2006Q3	101,57	0,197	14,173661
1999Q2	87,98	0,251	-1,1027005	2006Q4	103,45	1,851	16,286947
1999Q3	88,12	0,159	-0,9453282	2007Q1	103,09	-0,348	15,882276
1999Q4	89,67	1,759	0,7970089	2007Q2	103,63	0,524	16,489283
2000Q1	88,87	-0,892	-0,1022619	2007Q3	103,89	0,251	16,781546
2000Q2	89,11	0,270	0,1675194	2007Q4	106,00	2,031	19,153373
2000Q3	89,52	0,460	0,6283956	2008Q1	105,09	-0,858	18,130452
2000Q4	91,24	1,921	2,5618277	2008Q2	105,77	0,647	18,894832
2001Q1	90,75	-0,537	2,0110244	2008Q3	105,86	0,085	18,996000
2001Q2	91,37	0,683	2,7079592	2008Q4	107,92	1,946	21,311623
2001Q3	91,71	0,372	3,0901493	2009Q1	106,69	-1,140	19,928994
2001Q4	93,71	2,181	5,3383261	2009Q2	106,72	0,028	19,962716
2002Q1	93,21	-0,534	4,7762819	2009Q3	106,61	-0,103	19,839067
2002Q2	93,52	0,333	5,1247493	2009Q4	108,50	1,773	21,963594
2002Q3	94,17	0,695	5,8554068	2010Q1	107,35	-1,060	20,670892
2002Q4	95,99	1,933	7,9012477	2010Q2	107,51	0,149	20,850746
2003Q1	95,21	-0,813	7,0244588	2010Q3	107,80	0,270	21,176732
2003Q2	95,74	0,557	7,6202256	2010Q4	109,48	1,558	23,065201
2003Q3	96,39	0,679	8,3508831	2011Q1	108,58	-0,822	22,053521
2003Q4	97,93	1,598	10,081979	2011Q2	108,81	0,212	22,312061
2004Q1	97,09	-0,858	9,137745	2011Q3	109,06	0,230	22,593083
2004Q2	97,69	0,618	9,812198	2011Q4	110,93	1,715	24,695129
2004Q3	98,00	0,317	10,160665	2012Q1	109,91	-0,919	23,548559
2004Q4	99,81	1,847	12,195265	2012Q2	110,16	0,227	23,829581
2005Q1	99,03	-0,781	11,318477	2012Q3	110,48	0,290	24,189289
2005Q2	99,51	0,485	11,858039	2012Q4	112,29	1,638	26,223889
2005Q3	99,59	0,080	11,947966	2013Q1	111,63	-0,588	25,481991
2005Q4	101,79	2,209	14,420961	2013Q2	112,03	0,358	25,931626
2006Q1	100,80	-0,973	13,308113	2013Q3	112,12	0,080	26,032794
2006Q2	101,37	0,565	13,948843	2013Q4	113,69	1,400	27,797613

Datos en porcentaje (%). Fuente: BCE.

Apéndice nº 2: Pib_{pm} de la Eurozona

La serie de datos trimestral del PIBpm en miles de millones de euros corrientes se deflacta con el deflactor del PIB trimestral acumulado (DFpibAQ), se desestacionaliza por el método Tramo/Seats (Eviews7) y se transforma logarítmicamente.

Periodo	PIB (1)	LPIB (2)	Periodo	PIB (1)	LPIB (2)
1999Q1	1542241	14,281664	2006Q3	2125530	14,441705
1999Q2	1601261	14,291398	2006Q4	2246068	14,456057
1999Q3	1604729	14,303289	2007Q1	2177752	14,466224
1999Q4	1686967	14,312294	2007Q2	2251165	14,468092
2000Q1	1630507	14,324682	2007Q3	2244309	14,472914
2000Q2	1685570	14,329903	2007Q4	2358825	14,481094
2000Q3	1682420	14,334874	2008Q1	2250164	14,479985
2000Q4	1768799	14,342281	2008Q2	2332154	14,483006
2001Q1	1712332	14,352834	2008Q3	2292211	14,474457
2001Q2	1769297	14,353258	2008Q4	2349792	14,459661
2001Q3	1757195	14,354095	2009Q1	2162770	14,425643
2001Q4	1844555	14,357411	2009Q2	2215337	14,422905
2002Q1	1761874	14,354904	2009Q3	2215396	14,432643
2002Q2	1829819	14,363652	2009Q4	2314485	14,439286
2002Q3	1828040	14,367012	2010Q1	2197840	14,435710
2002Q4	1908218	14,367162	2010Q2	2285052	14,446699
2003Q1	1820226	14,366380	2010Q3	2282767	14,451052
2003Q2	1876360	14,365347	2010Q4	2377127	14,457264
2003Q3	1880089	14,371804	2011Q1	2284592	14,463027
2003Q4	1971163	14,379618	2011Q2	2355377	14,465105
2004Q1	1893365	14,386251	2011Q3	2345218	14,465993
2004Q2	1961846	14,389589	2011Q4	2417146	14,461083
2004Q3	1952567	14,393012	2012Q1	2314072	14,463700
2004Q4	2050003	14,399983	2012Q2	2363815	14,456507
2005Q1	1951148	14,396577	2012Q3	2351322	14,455264
2005Q2	2040732	14,410456	2012Q4	2420961	14,450616
2005Q3	2021815	14,411650	2013Q1	2314554	14,448511
2005Q4	2132326	14,419958	2013Q2	2388777	14,450296
2006Q1	2058627	14,432391	2013Q3	2389248	14,456275
2006Q2	2133882	14,436599	2013Q4	2460379	14,454389

(1) Datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes. (2) Datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes deflactados, desestacionalizados y transformados logarítimicamente. Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Apéndice nº 3: Ahorro nacional bruto de la Eurozona

La serie de datos trimestral del ANB en miles de millones de euros corrientes se deflacta con el deflactor del PIB trimestral acumulado (DFpibAQ), se desestacionaliza por el método Tramo/Seats (Eviews7) y se transforma logarítmicamente.

Periodo	ANB (1)	LANB (2)	Periodo	ANB (1)	LANB (2)
1999Q1	326985	12,750274	2006Q3	466717	12,914699
1999Q2	354776	12,767322	2006Q4	500395	12,950743
1999Q3	347936	12,762680	2007Q1	510903	13,049032
1999Q4	351748	12,755775	2007Q2	530633	13,008110
2000Q1	336832	12,767208	2007Q3	515361	12,988528
2000Q2	361355	12,773771	2007Q4	526483	12,977900
2000Q3	358114	12,775793	2008Q1	472475	12,954697
2000Q4	367187	12,780366	2008Q2	506126	12,939461
2001Q1	361113	12,816020	2008Q3	485944	12,907787
2001Q2	383218	12,808586	2008Q4	461015	12,827839
2001Q3	379559	12,809527	2009Q1	398491	12,772045
2001Q4	385926	12,801528	2009Q2	417604	12,737792
2002Q1	369582	12,813645	2009Q3	421060	12,755958
2002Q2	394429	12,815547	2009Q4	430765	12,755069
2002Q3	399916	12,835323	2010Q1	395354	12,759108
2002Q4	395843	12,799652	2010Q2	454354	12,813776
2003Q1	374897	12,808228	2010Q3	444731	12,798848
2003Q2	388433	12,777850	2010Q4	461898	12,816293
2003Q3	391058	12,790788	2011Q1	432332	12,837771
2003Q4	415703	12,825141	2011Q2	472988	12,841882
2004Q1	399539	12,854631	2011Q3	481587	12,866410
2004Q2	422911	12,842229	2011Q4	473081	12,826531
2004Q3	425983	12,860459	2012Q1	437855	12,838639
2004Q4	447838	12,877718	2012Q2	479567	12,844084
2005Q1	400338	12,839997	2012Q3	473405	12,836701
2005Q2	446239	12,876615	2012Q4	492295	12,852801
2005Q3	428257	12,849787	2013Q1	444554	12,838275
2005Q4	464885	12,893763	2013Q2	483910	12,836906
2006Q1	435930	12,910044	2013Q3	484493	12,845815
2006Q2	472412	12,914438	2013Q4	505954	12,866933

(1) Datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes. (2) Datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes deflactados, desestacionalizados y transformados logarítimicamente. Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Apéndice nº 4: Tests adf, pp, pkss y perronsb: lanb y lpib

Augmented Dickey-Fuller (ADF)

Variable	Order of integration		None	Intercept	Intercept &trend
LANB	Level	**Prob**	**0,8267**	**0,3473**	**0,7057**
		(Adjusted R^2) {Lags}	(-0,000177) {0}	(0,040841) {0}	(0,023716) {0}
	1st difference	**Prob**	**0,0000**	**0,0000**	
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,456797) {0}	(0,448832) {0}	
LPIB	Level	**Prob**	**0,9698**	**0,1801**	**0,7166**
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,160238) {1}	(0,219485) {1}	(0,213702) {1}
	1st difference	**Prob**	**0,0000**	**0,0002**	
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,261930) {0}	(0,280505) {0}	

Tabla resumen de los valores de probabilidad del test. La significatividad de referencia del test es 0,05 (5%). La hipótesis nula del test se acepta cuando el valor de probabilidad del test (prob) es mayor que 0,05. Fuente: Eviews7.

Philips-Perron (PP)

Variable	Order of integration		None	Intercept	Intercept &trend
LANB	Level	**Prob**	**0,8101**	**0,2472**	**0,56790**
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(-0,000177) {3}	(0,040841) {3}	(0,023716) {3}
	1st difference	**Prob**	**0,00000**	**0,00000**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,456797) {3}	(0,448832) {3}	
LPIB	Level	**Prob**	0,98950	0,09550	0,75360
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(-0,001104) {4}	(0,127518) {3}	(0,111945) {3}
	1st difference	**Prob**	**0,00000**	**0,00020**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,26193) {0}	(0,280505) {0}	

Tabla resumen de los valores de probabilidad del test. La significatividad de referencia del test es 0,05 (5%). La hipótesis nula del test se acepta cuando el valor de probabilidad del test (prob) es mayor que 0,05. Fuente: Eviews7.

Kwiatkowski-Phillips Schmidt-Shin (KPSS)

Variable	Order of integration		Intercept	Intercept &trend
LANB	Level	**Valor**	**0,211332**	**0,139072**
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {6}	(0,061996) {6}
	1st difference	**Valor**	**0,090649**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {3}	
LPIB	Level	**Valor**	**0,841812**	**0,202260**
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {6}	(0,78794) {6}
	1st difference	**Valor**	**0,355234**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {4}	
Critical Value	**Sig 1%**		0,739000	0,216000
	Sig 5%		**0,463000**	**0,146000**
	Sig 10%		0,347000	0,119000

Tabla resumen de los valores del test. La hipótesis nula del test se rechaza cuando el valor del test es mayor que el valor crítico de referencia para un nivel de significatividad del 5% (Sig 5%). Fuente: Eviews7.

Perron with Structural Break (PerronSB)

Variable	Order of integration		Intercept	Trend	Intercept &trend
LANB	Level	Valor	-5,222961	-2,004009	-4,757865
		{Lags}	{0}	{0}	{0}
	1st difference	Valor	-9,188646		
		{Lags}	{0}		
LPIB	Level	Valor	-3,452328	-3,160490	-4,266570
		{Lags}	{1}	{1}	{1}
	1st difference	Valor	-7,698866		
		{Lags}	{0}		
Critical Value	Sig 1%		-5.92	-5.45	-6,32
	Sig 5%		-5,23	-4,83	-5,59
	Sig 10%		-4,92	-4,48	-5,29

Tabla resumen de los valores del test. La hipótesis nula del test se acepta cuando el valor del test es mayor que el valor crítico de referencia para un nivel de significatividad del 5% (Sig 5%). Fuente: Eviews7.

Apéndice nº 5: Var lag order selection criteria: lanb y lpib

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LANB LPIB
Exogenous variables: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Sample: 1999Q1 2013Q4
Included observations: 56

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	225.3165	NA	1.27e-06	-7.904160	-7.759492	-7.848072
1	339.4553	211.9722	2.48e-08	-11.83769	-11.54836*	-11.72552
2	345.8627	11.44162*	2.28e-08*	-11.92367*	-11.48966	-11.75540*
3	346.6097	1.280675	2.56e-08	-11.80749	-11.22882	-11.58314
4	349.1686	4.203853	2.71e-08	-11.75602	-11.03268	-11.47558

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

Apéndice nº 6: Test Johansen: lanb y lpib

Sample: 1999Q1 2013Q4
Included observations: 58
Series: LANB LPIB
Exogenous series: (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Warning: Rank Test critical values derived assuming no exogenous series
Lags interval: 1 to 1

Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	2	1	1	1	1
Max-Eig	2	1	1	1	1

*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Apéndice nº 7: Test Hansen: lanb y lpib

Cointegration Test - Hansen Parameter Instability
Equation: UNTITLED
Series: LANB LPIB
Null hypothesis: Series are cointegrated
Cointegrating equation deterministics: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND

Lc statistic	Stochastic Trends (m)	Deterministic Trends (k)	Excluded Trends (p2)	Prob.*
0.048090	1	0	0	> 0.2

*Hansen (1992b) Lc(m2=1, k=0) p-values, where m2=m-p2 is the number of stochastic trends in the asymptotic distribution

Apéndice nº 8: Residuos modelo lanb

Sample: 2000Q1 2012Q2
Included observations: 50

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. | . |	. | . |	1	-0.012	-0.012	0.0073	0.932
. |*. |	. |*. |	2	0.113	0.113	0.6998	0.705
. | . |	. | . |	3	-0.000	0.002	0.6998	0.873
**| . |	**| . |	4	-0.223	-0.238	3.5010	0.478
. | . |	. | . |	5	-0.014	-0.020	3.5118	0.622
**| . |	**| . |	6	-0.272	-0.231	7.8972	0.246
. | . |	. | . |	7	-0.054	-0.065	8.0734	0.326
. | . |	. | . |	8	0.050	0.057	8.2268	0.412
. | . |	. | . |	9	0.022	0.031	8.2567	0.509
. | . |	.*| . |	10	0.043	-0.083	8.3794	0.592
. | . |	.*| . |	11	-0.028	-0.076	8.4311	0.674
. | . |	.*| . |	12	-0.036	-0.091	8.5184	0.743

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

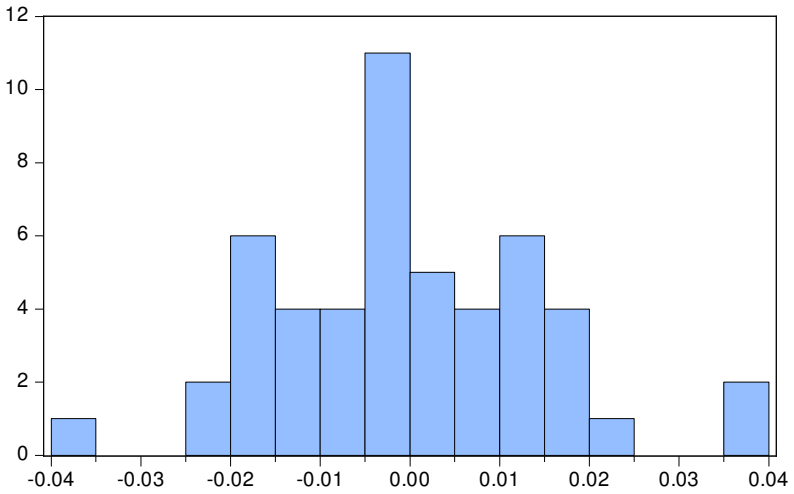
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.613552	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.613010	
	5% level	-1.947665	
	10% level	-1.612573	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

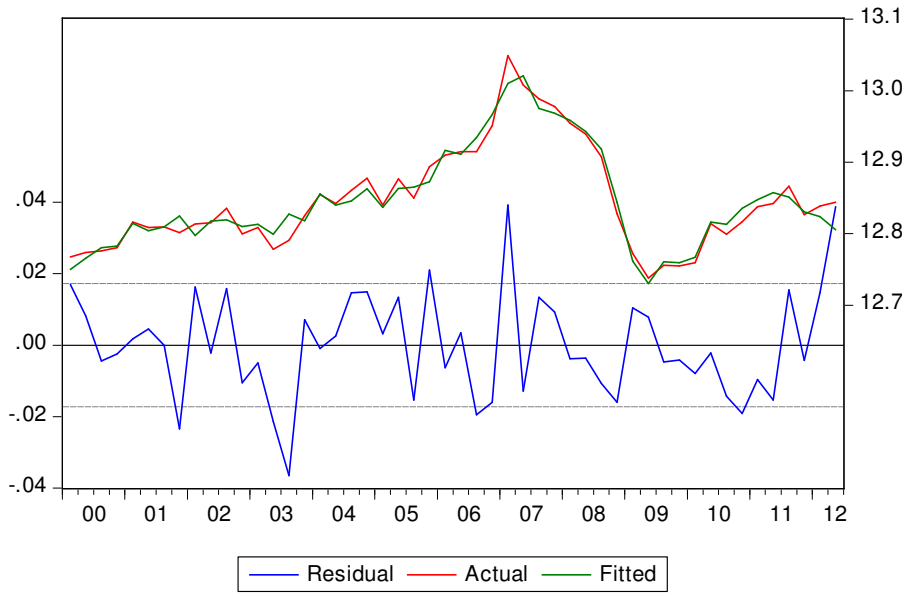
Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RESID01)
Method: Least Squares
Sample (adjusted): 2000Q2 2012Q2
Included observations: 49 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01(-1)	-1.013617	0.153264	-6.613552	0.0000

R-squared	0.476530	Mean dependent var	0.000443
Adjusted R-squared	0.476530	S.D. dependent var	0.020600
S.E. of regression	0.014904	Akaike info criterion	-5.554123
Sum squared resid	0.010663	Schwarz criterion	-5.515514
Log likelihood	137.0760	Hannan-Quinn criter.	-5.539475
Durbin-Watson stat	1.875317		



Series: Residuals	
Sample 2000Q1 2012Q2	
Observations 50	
Mean	-2.16e-15
Median	-0.002194
Maximum	0.039136
Minimum	-0.036540
Std. Dev.	0.014950
Skewness	0.313765
Kurtosis	3.422244
Jarque-Bera	1.191841
Probability	0.551055



Apéndice nº 9: Residuos 1º modelo lpib

Sample: 2000Q2 2011Q4
Included observations: 47

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. |** |	. |** |	1	0.342	0.342	5.8484	0.016
. |*. |	. | . |	2	0.178	0.070	7.4761	0.024
**| . |	***| . |	3	-0.237	-0.361	10.404	0.015
**| . |	.*| . |	4	-0.258	-0.113	13.970	0.007
**| . |	.*| . |	5	-0.323	-0.133	19.678	0.001
. |*. |	. |** |	6	0.109	0.314	20.349	0.002
. |*. |	. | . |	7	0.124	-0.001	21.239	0.003
. |** |	. | . |	8	0.300	0.049	26.548	0.001
. | . |	**| . |	9	-0.008	-0.213	26.552	0.002
.*| . |	**| . |	10	-0.170	-0.214	28.355	0.002
**| . |	. | . |	11	-0.324	0.026	35.082	0.000
**| . |	.*| . |	12	-0.271	-0.104	39.898	0.000

Apéndice nº 10: Residuos 2º modelo lpib

Sample: 2001Q2 2011Q4
Included observations: 43

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. |*. |	. |*. |	1	0.074	0.074	0.2527	0.615
. | . |	. | . |	2	0.016	0.011	0.2651	0.876
**| . |	**| . |	3	-0.308	-0.312	4.8564	0.183
**| . |	**| . |	4	-0.237	-0.213	7.6458	0.105
**| . |	**| . |	5	-0.290	-0.297	11.924	0.036
. |*. |	. |*. |	6	0.163	0.096	13.317	0.038
. | . |	.*| . |	7	0.009	-0.157	13.322	0.065
. |** |	. | . |	8	0.230	0.025	16.240	0.039
. | . |	. | . |	9	0.046	-0.019	16.360	0.060
.*| . |	**| . |	10	-0.113	-0.218	17.115	0.072
.*| . |	. | . |	11	-0.106	0.009	17.789	0.087
. | . |	. | . |	12	0.016	0.009	17.806	0.122

Apéndice nº 11: Deflactor del ipca de la Eurozona

Las series de datos del IPCA trimestral (DFipcaQ) y trimestral acumulada (DFipcaAQ) no están desestacionalizadas.

Periodo	DFipcaQ	DFipcaAQ	Periodo	DFipcaQ	DFipcaAQ
1999Q1	0,00	0,000	2006Q3	0,00	17,507
1999Q2	0,80	0,800	2006Q4	0,10	17,624
1999Q3	0,10	0,901	2007Q1	0,70	18,448
1999Q4	0,40	1,304	2007Q2	1,20	19,869
2000Q1	0,80	2,115	2007Q3	0,10	19,989
2000Q2	0,90	3,034	2007Q4	0,90	21,069
2000Q3	0,40	3,446	2008Q1	0,70	21,916
2000Q4	0,60	4,067	2008Q2	1,50	23,745
2001Q1	0,40	4,483	2008Q3	0,20	23,992
2001Q2	1,40	5,946	2008Q4	-0,60	23,249
2001Q3	0,00	5,946	2009Q1	-0,70	22,386
2001Q4	0,20	6,158	2009Q2	0,60	23,120
2002Q1	0,50	6,688	2009Q3	-0,20	22,874
2002Q2	1,00	7,755	2009Q4	0,20	23,120
2002Q3	0,00	7,755	2010Q1	0,70	23,981
2002Q4	0,30	8,079	2010Q2	0,80	24,973
2003Q1	0,90	9,051	2010Q3	0,10	25,098
2003Q2	0,80	9,924	2010Q4	0,30	25,474
2003Q3	0,10	10,034	2011Q1	1,10	26,854
2003Q4	0,30	10,364	2011Q2	1,00	28,122
2004Q1	0,50	10,916	2011Q3	0,00	28,122
2004Q2	1,30	12,357	2011Q4	0,40	28,635
2004Q3	0,20	12,582	2012Q1	0,90	29,793
2004Q4	0,20	12,807	2012Q2	0,70	30,701
2005Q1	0,40	13,259	2012Q3	0,00	30,701
2005Q2	1,20	14,618	2012Q4	0,40	31,224
2005Q3	0,40	15,076	2013Q1	0,50	31,880
2005Q4	0,20	15,306	2013Q2	0,40	32,407
2006Q1	0,70	16,113	2013Q3	0,00	32,407
2006Q2	1,20	17,507	2013Q4	0,00	32,407

Datos en porcentaje (%). Fuente: BCE.

Apéndice nº 12: Adquisición neta de activos financieros de los hogares de la Eurozona

La serie de datos trimestral de la ADQNETACTFINH en miles de millones de euros corrientes se deflacta con el IPCA trimestral acumulado (DFipcaAQ), se desestacionaliza por el método Tramo/Seats (Eviews7) y se transforma logarítmicamente.

Periodo	ADQNETACTFINH (1)	LADQNETACTFINH (2)	Periodo	ADQNETACTFINH (1)	LADQNETACTFINH (2)
1999Q1	141050	11,87361	2006Q3	98491	11,84590
1999Q2	174864	11,82249	2006Q4	185245	11,81533
1999Q3	73154	11,72056	2007Q1	186481	11,99788
1999Q4	132178	11,65019	2007Q2	197074	11,70139
2000Q1	93993	11,49574	2007Q3	56850	11,46677
2000Q2	140730	11,61802	2007Q4	134410	11,52884
2000Q3	60013	11,48513	2008Q1	124907	11,64462
2000Q4	144618	11,68668	2008Q2	193072	11,59799
2001Q1	136962	11,77084	2008Q3	55090	11,43140
2001Q2	140689	11,59432	2008Q4	138349	11,51326
2001Q3	97538	11,83125	2009Q1	82115	11,32516
2001Q4	141322	11,64117	2009Q2	189989	11,47653
2002Q1	121651	11,67827	2009Q3	96447	11,85929
2002Q2	162491	11,76736	2009Q4	160140	11,60157
2002Q3	76171	11,60913	2010Q1	98052	11,55183
2002Q4	164391	11,77961	2010Q2	207373	11,57222
2003Q1	130649	11,70923	2010Q3	47783	11,37071
2003Q2	141402	11,57020	2010Q4	144036	11,52476
2003Q3	118086	11,91391	2011Q1	54363	10,91951
2003Q4	158838	11,71805	2011Q2	181892	11,34940
2004Q1	132826	11,75417	2011Q3	43267	11,27834
2004Q2	193354	11,84612	2011Q4	69192	10,88057
2004Q3	98036	11,78192	2012Q1	102098	11,23555
2004Q4	173306	11,81201	2012Q2	126906	11,04056
2005Q1	159245	11,91107	2012Q3	31908	11,11196
2005Q2	206896	11,85796	2012Q4	85907	11,01108
2005Q3	109370	11,90316	2013Q1	119513	11,25132
2005Q4	180223	11,81015	2013Q2	93568	10,93101
2006Q1	115982	11,59275	2013Q3	14277	10,71552
2006Q2	191858	11,70631	2013Q4	87346	11,00419

(1) Datos trimestrales no consolidados en miles de millones de euros corrientes. (2) Datos trimestrales no consolidados en miles de millones de euros corrientes deflactados, desestacionalizados y transformados en logaritmos. Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Apéndice nº 13: Ahorro bruto de los hogares de la Eurozona

La serie de datos trimestral del ABH en miles de millones de euros corrientes se deflacta con el IPCA trimestral acumulado (DFipcaAQ), se desestacionaliza por el método Tramo/Seats (Eviews7) y se transforma logarítmicamente.

Periodo	ABH (1)	LABH (2)	Periodo	ABH (1)	LABH (2)
1999Q1	149399	11,99485	2006Q3	160128	12,02587
1999Q2	187054	11,94906	2006Q4	200740	12,04659
1999Q3	136973	11,92262	2007Q1	174389	12,06860
1999Q4	144453	11,90490	2007Q2	286855	12,07702
2000Q1	127282	11,86076	2007Q3	167227	12,04853
2000Q2	182273	11,88069	2007Q4	202897	12,03693
2000Q3	142912	11,92995	2008Q1	180297	12,06128
2000Q4	149883	11,93879	2008Q2	294934	12,08510
2001Q1	144772	11,94852	2008Q3	180987	12,08620
2001Q2	204315	11,96012	2008Q4	220768	12,11544
2001Q3	150822	11,98056	2009Q1	205364	12,16010
2001Q4	163312	11,98795	2009Q2	301392	12,14398
2002Q1	152107	12,00180	2009Q3	190244	12,13577
2002Q2	230850	12,02528	2009Q4	225916	12,11010
2002Q3	153809	12,01586	2010Q1	180386	12,05924
2002Q4	173127	12,02332	2010Q2	281748	12,03758
2003Q1	162576	12,03207	2010Q3	172130	12,03566
2003Q2	230964	12,02063	2010Q4	214326	12,01608
2003Q3	159723	12,02255	2011Q1	167897	11,98514
2003Q4	176029	12,02609	2011Q2	280429	11,98795
2004Q1	165577	12,03759	2011Q3	164490	11,98784
2004Q2	244691	12,03997	2011Q4	218551	12,00250
2004Q3	163378	12,03839	2012Q1	174638	11,98659
2004Q4	182868	12,02975	2012Q2	274242	11,97282
2005Q1	164820	12,03113	2012Q3	169054	11,96051
2005Q2	252137	12,01788	2012Q4	202542	11,94961
2005Q3	154069	11,99786	2013Q1	180229	11,96331
2005Q4	187334	11,98897	2013Q2	266623	11,95496
2006Q1	152745	11,97175	2013Q3	171964	11,96059
2006Q2	261939	12,00256	2013Q4	210114	11,96518

(1) Datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes. (2) Datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes deflactados, desestacionalizados y transformados en logaritmos. Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Apéndice nº 14: Tests adf, pp, kpss, perronsb: ladqnetactfinh y labh

Augmented Dickey-Fuller (ADF)

Variable	Order of integration		None	Intercept	Intercept &trend
LADQNETACTFINH	Level	Prob	0,1531	0,9602	0,9024
		(Adjusted R^2) {lags}	(0,311167) {2}	(0,298289) {2}	(0,323705) {2}
	1st difference	Prob	0,0000	0,0000	
		(Adjusted R^2) {lags}	(0,760026) {1}	(0,763966) {1}	
LABH	Level	Prob	0,7416	0,2023	0,6131
		(Adjusted R^2) {lags}	(0,160793) {1}	(0,215750) {1}	(0,202155) {1}
	1st difference	Prob	0,0000	0,0001	
		(Adjusted R^2) {lags}	(0,320917) {0}	(0,309352) {0}	

Tabla resumen de los valores de probabilidad del test. La significatividad de referencia del test es 0,05 (5%). La hipótesis nula del test se acepta cuando el valor de probabilidad del test (prob) es mayor que 0,05. Fuente: Eviews7.

Philips-Perron (PP)

Variable	Order of integration		None	Intercept	Intercept &trend
LADQNETACTFINH	Level	Prob	0,00000	0,18040	0,01020
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,001217) {1}	(0,082617) {5}	(0,187502) {5}
	1st difference	Prob	0,00000	0,00000	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,732054) {1}	(0,732187) {2}	
LABH	Level	Prob	0,62880	0,41470	0,76930
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,000039) {4}	(0,008227) {4}	(-0.008165) {4}
	1st difference	Prob	0,00000	0,00010	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,320917) {1}	(0,309352) {1}	

Tabla resumen de los valores de probabilidad del test. La significatividad de referencia del test es 0,05 (5%). La hipótesis nula del test se acepta cuando el valor de probabilidad del test (prob) es mayor que 0,05. Fuente: Eviews7.

Kwiatkowski-Phillips Schmidt-Shin (KPSS)

Variable	Order of integration		Intercept	Intercept &trend
LADQNETACTFINH	Level	Valor	0,686379	0,247229
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {6}	(0,481274) {5}
	1st difference	Valor	0,0733	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {3}	
LABH	Level	Valor	0,2719	0,172882
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {6}	(0,078526) {6}
	1st difference	Valor	0,109549	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0.00000) {4}	
Critical value	Sig 1%		0,739000	0,216000
	Sig 5%		0,463000	0,146000
	Sig 10%		0,347000	0,119000

Tabla resumen de los valores del test. La hipótesis nula del test se rechaza cuando el valor del test es mayor que el valor crítico de referencia para un nivel de significatividad del 5% (Sig 5%). Fuente: Eviews7.

Perron with Structural Break (PerronSB)

Variable	Order of integration		Intercept	Trend	Intercept &trend
LADQNETACTFINH	Level	Valor	-3,07271	3,761634	4,110669
		{Lags}	{2}	{2}	{2}
	1st difference	Valor	-10,09860		
		{Lags}	{1}		
LABH	Level	Valor	-3,480038	-3,382343	-4,031492
		{Lags}	{1}	{1}	{1}
	1st difference	Valor	-6,459227		
		{Lags}	{3}		
Critical value	Sig 1%		-5.92	-5.45	-6,32
	Sig 5%		-5,23	-4,83	-5,59
	Sig 10%		-4,92	-4,48	-5,29

Tabla resumen de los valores del test. La hipótesis nula del test se acepta cuando el valor del test es mayor que el valor crítico de referencia para un nivel de significatividad del 5% (Sig 5%). Fuente: Eviews7

Apéndice nº 15: Var lag order selection criteria: ladqnetactfinh y labh

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LADQNETACTFINH LABH
Exogenous variables: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Sample: 1999Q1 2013Q4
Included observations: 56

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	110.8231	NA	7.55e-05	-3.815112	-3.670444	-3.759024
1	176.4832	121.9401	8.36e-06	-6.017256	-5.727920	-5.905081
2	184.9627	15.14202*	7.13e-06*	-6.177240*	-5.743236*	-6.008977*
3	186.6117	2.826879	7.77e-06	-6.093276	-5.514604	-5.868926
4	191.6737	8.316131	7.51e-06	-6.131204	-5.407864	-5.850767

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

Apéndice nº 16: Test Johansen: ladqnetactfinh y labh

Sample: 1999Q1 2013Q4
Included observations: 57
Series: LADQNETACTFINH LABH
Exogenous series: (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Warning: Rank Test critical values derived assuming no exogenous series
Lags interval: 1 to 2

Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	1	1	1	1	2
Max-Eig	1	1	1	1	2

*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Apéndice nº 17: Test Hansen: ladqnetactfinh y labh

Cointegration Test - Hansen Parameter Instability
Equation: UNTITLED
Series: LADQNETACTFINH LABH
Null hypothesis: Series are cointegrated
Cointegrating equation deterministics: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND

Lc statistic	Stochastic Trends (m)	Deterministic Trends (k)	Excluded Trends (p2)	Prob.*
0.066893	1	0	0	> 0.2

*Hansen (1992b) Lc(m2=1, k=0) p-values, where m2=m-p2 is the number of stochastic trends in the asymptotic distribution

Apéndice nº 18: Residuos modelo ladqnetactfinh

Sample: 1999Q3 2013Q4
Included observations: 58

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
.*| . |	.*| . |	1	-0.155	-0.155	1.4668	0.226
. | . |	. | . |	2	-0.037	-0.063	1.5520	0.460
. |*. |	. | . |	3	0.078	0.064	1.9393	0.585
**| . |	**| . |	4	-0.223	-0.209	5.1473	0.273
. |*. |	. |*. |	5	0.203	0.155	7.8410	0.165
.*| . |	. | . |	6	-0.071	-0.054	8.1770	0.225
. | . |	. |*. |	7	0.069	0.110	8.5032	0.290
.*| . |	.*| . |	8	-0.102	-0.174	9.2290	0.323
**| . |	.*| . |	9	-0.214	-0.167	12.473	0.188
. |*. |	. | . |	10	0.086	-0.049	13.003	0.223
. | . |	. |*. |	11	0.025	0.091	13.048	0.290
. | . |	. | . |	12	-0.004	-0.057	13.049	0.365

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

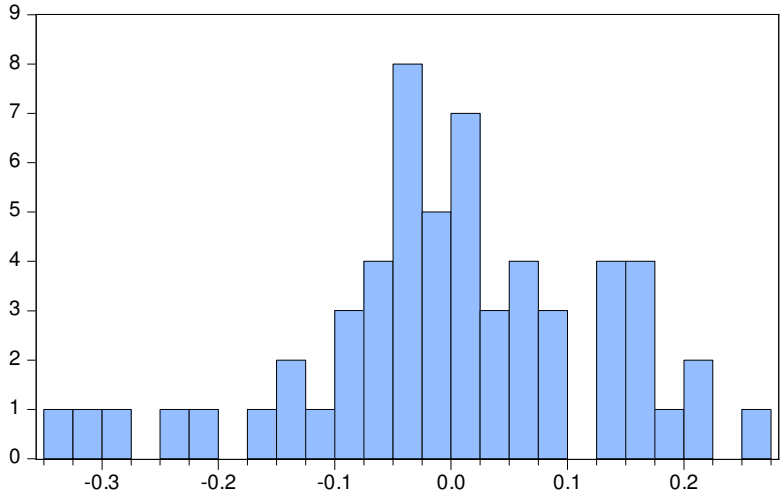
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.747816	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.606163	
	5% level	-1.946654	
	10% level	-1.613122	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

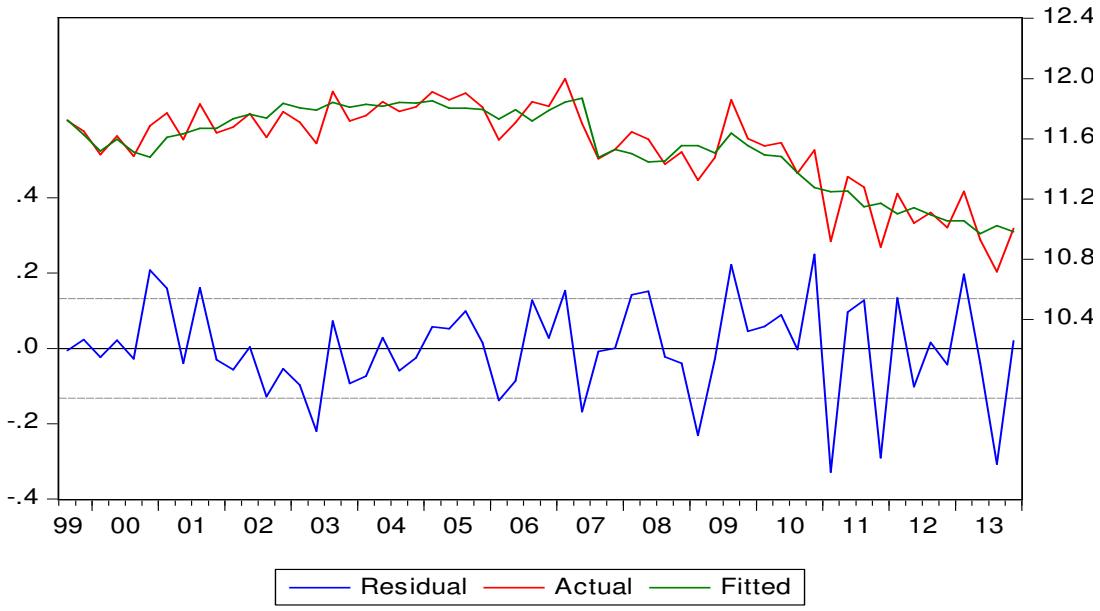
Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RESID01)
Method: Least Squares
Sample (adjusted): 1999Q4 2013Q4
Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01(-1)	-1.155069	0.132041	-8.747816	0.0000

R-squared	0.577434	Mean dependent var	0.000449
Adjusted R-squared	0.577434	S.D. dependent var	0.195259
S.E. of regression	0.126928	Akaike info criterion	-1.273002
Sum squared resid	0.902203	Schwarz criterion	-1.237159
Log likelihood	37.28057	Hannan-Quinn criterion.	-1.259072
Durbin-Watson stat	2.017372		



Series: Residuals	
Sample 1999Q3 2013Q4	
Observations 58	
Mean	9.68e-16
Median	-0.001146
Maximum	0.250187
Minimum	-0.329059
Std. Dev.	0.127352
Skewness	-0.464821
Kurtosis	3.291240
Jarque-Bera	2.293548
Probability	0.317660



Apéndice nº 19: Presión fiscal sobre los hogares de la Eurozona

Las series de datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes de los impuestos y contribuciones sociales que soportan los hogares (REC) y la renta bruta disponible familiar (RBDH) se deflactan previamente por el IPCA trimestral acumulado (DFipcaAQ) para conformar una nueva variable, PRESFISC, que se desestacionaliza por el método Tramo/Seats (Eviews7).

$$PRESFISC = REC / RDBH$$

Periodo	Rec (1)	RBDH(1)	PRESFISC(2)	PRESFISC(3)	Periodo	Rec (1)	RBDH (1)	PRESFISC(2)	PRESFISC(3)
1999Q1	417736,1	1035773,5	40,330842	41,972170	2006Q3	560197,6	1372111,6	40,827410	41,504891
1999Q2	455450,1	1093614,5	41,646304	42,623397	2006Q4	640911,7	1439681,7	44,517589	41,185133
1999Q3	443894,7	1058565,2	41,933611	42,868540	2007Q1	565971,2	1395318,8	40,562143	41,439875
1999Q4	513512,5	1102640,9	46,571137	43,065039	2007Q2	606159,4	1531088,4	39,590096	41,389512
2000Q1	448500,4	1069347,8	41,941491	43,479691	2007Q3	587533,7	1429019,4	41,114465	41,804538
2000Q2	480082,6	1139075,6	42,146687	43,181531	2007Q4	680955,2	1496182,7	45,512841	42,111511
2000Q3	462288,0	1109443,8	41,668446	42,595341	2008Q1	598124,3	1455115,9	41,104923	42,019953
2000Q4	526879,4	1149419,3	45,838741	42,339546	2008Q2	640988,5	1586412,6	40,404900	42,179102
2001Q1	458653,6	1133829,1	40,451739	41,953494	2008Q3	616516,9	1483483,6	41,558729	42,290878
2001Q2	495391,4	1206210,9	41,070049	42,208368	2008Q4	700851,4	1520865,8	46,082392	42,678258
2001Q3	473973,5	1158969,1	40,896126	41,757248	2009Q1	601002,5	1459839,7	41,169072	42,075797
2001Q4	546463,7	1200275,6	45,528182	42,026850	2009Q2	632106,9	1565901,0	40,366978	42,083543
2002Q1	472061,8	1166220,2	40,477925	41,888610	2009Q3	605338,7	1473468,8	41,082562	41,824653
2002Q2	504773,7	1254779,2	40,228093	41,553840	2009Q4	688892,5	1528642,5	45,065639	41,781420
2002Q3	492367,7	1191517,4	41,322742	42,067501	2010Q1	602390,9	1465052,5	41,117362	41,959401
2002Q4	560127,7	1244823,3	44,996566	41,531093	2010Q2	637386,1	1577585,1	40,402649	42,075956
2003Q1	486307,5	1210275,0	40,181571	41,503713	2010Q3	616724,6	1491512,3	41,348947	42,063568
2003Q2	519315,8	1291164,2	40,220732	41,656489	2010Q4	704574,9	1558417,2	45,210927	42,032621
2003Q3	504176,4	1235665,3	40,802019	41,544755	2011Q1	623599,0	1495885,2	41,687623	42,489633
2003Q4	576607,2	1278386,8	45,104290	41,633387	2011Q2	656811,3	1618638,6	40,578008	42,231731
2004Q1	500219,6	1252295,2	39,944224	41,135180	2011Q3	640126,9	1524208,2	41,997336	42,684567
2004Q2	532511,2	1346783,7	39,539475	41,092338	2011Q4	723047,5	1583724,9	45,654869	42,513215
2004Q3	513332,7	1278025,8	40,166068	40,911420	2012Q1	642281,7	1521717,9	42,207671	43,054036
2004Q4	588938,1	1327442,9	44,366359	40,960684	2012Q2	679485,9	1619334,7	41,960812	43,549086
2005Q1	516407,2	1289465,6	40,048161	41,054858	2012Q3	658909,2	1532189,5	43,004422	43,726660
2005Q2	549505,9	1398840,5	39,282950	40,955259	2012Q4	746656,1	1573204,8	47,460835	44,275341
2005Q3	532299,3	1319683,9	40,335354	41,052566	2013Q1	658209,6	1522004,2	43,246240	44,139533
2005Q4	610763,3	1376618,8	44,366923	41,039291	2013Q2	694214,6	1620555,7	42,838058	44,395857
2006Q1	544589,6	1332899,4	40,857515	41,730390	2013Q3	674646,6	1546474,0	43,624829	44,353584
2006Q2	577241,6	1461315,6	39,501494	41,268591	2013Q4	760248,9	1599971,6	47,516395	44,342966

(1) Datos trimestrales no consolidados en miles de millones de euros corrientes. (2) PRESFISC = REC (1) sobre RDBH (1). (3) PRESFISC: Datos trimestrales no consolidados deflactados y desestacionalizados (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Apéndice nº 20: Remuneración de asalariados sobre la renta bruta disponible de los hogares de la Eurozona

Las series de datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes de la remuneración de asalariados (RA) y la renta bruta disponible de los hogares (RBDH) se deflactan previamente por el IPCA trimestral acumulado (DFipcaAQ) para conformar una nueva variable, RAsRBDH, que se desestacionaliza posteriormente por el método Tramo/Seats (Eviews7).

$$RAsRBDH = RA / RBDH$$

Periodo	RA(1)	RBDH(1)	RAsRBDH(2)	RAsRBDH(3)	Periodo	RA(1)	RBDH(1)	RAsRBDH(2)	RAsRBDH(3)
1999Q1	738016,3	1035773,5	71,252672	74,155701	2006Q3	994989,4	1372111,6	72,515196	73,309992
1999Q2	792575,6	1093614,5	72,473030	74,319017	2006Q4	1125056,8	1439681,7	78,146215	73,079934
1999Q3	778104,7	1058565,2	73,505601	74,355470	2007Q1	1003830,0	1395318,8	71,942693	73,267832
1999Q4	880904,1	1102640,9	79,890399	74,316090	2007Q2	1074857,6	1531088,4	70,202190	73,193700
2000Q1	780594,4	1069347,8	72,997237	75,656267	2007Q3	1038158,6	1429019,4	72,648323	73,494561
2000Q2	833502,7	1139075,6	73,173607	75,225461	2007Q4	1178271,7	1496182,7	78,751860	73,579564
2000Q3	819005,4	1109443,8	73,821259	74,793656	2008Q1	1055975,5	1455115,9	72,569852	73,950025
2000Q4	923193,9	1149419,3	80,318285	74,761612	2008Q2	1128949,3	1586412,6	71,163661	74,000499
2001Q1	818289,4	1133829,1	72,170437	74,474528	2008Q3	1084933,7	1483483,6	73,134186	74,151361
2001Q2	870926,7	1206210,9	72,203516	74,563072	2008Q4	1212722,1	1520865,8	79,738928	74,473707
2001Q3	853052,3	1158969,1	73,604404	74,503037	2009Q1	1059406,3	1459839,7	72,570046	74,086897
2001Q4	959991,6	1200275,6	79,980930	74,617242	2009Q2	1123730,9	1565901,0	71,762574	74,218039
2002Q1	849600,0	1166220,2	72,850736	74,855992	2009Q3	1074589,1	1473468,8	72,929204	74,133272
2002Q2	902689,0	1254779,2	71,940066	74,402541	2009Q4	1207863,8	1528642,5	79,015455	74,094250
2002Q3	881265,1	1191517,4	73,961584	74,641207	2010Q1	1065799,9	1465052,5	72,748236	74,223854
2002Q4	987620,3	1244823,3	79,338190	74,190902	2010Q2	1140621,5	1577585,1	72,301742	74,366554
2003Q1	871693,8	1210275,0	72,024437	74,118708	2010Q3	1090441,3	1491512,3	73,109774	74,316519
2003Q2	927032,4	1291164,2	71,798177	74,262474	2010Q4	1230510,7	1558417,2	78,959002	74,307595
2003Q3	906591,4	1235665,3	73,368683	74,057915	2011Q1	1093012,5	1495885,2	73,067944	74,539838
2003Q4	1014361,6	1278386,8	79,347003	74,071358	2011Q2	1173153,0	1618638,6	72,477760	74,404212
2004Q1	899283,6	1252295,2	71,810835	73,740803	2011Q3	1118868,0	1524208,2	73,406507	74,607817
2004Q2	957458,1	1346783,7	71,092201	73,650655	2011Q4	1255899,0	1583724,9	79,300327	74,630157
2004Q3	925837,9	1278025,8	72,442819	73,370677	2012Q1	1112549,3	1521717,9	73,111397	74,797951
2004Q4	1042471,4	1327442,9	78,532297	73,248858	2012Q2	1186176,1	1619334,7	73,250829	75,066750
2005Q1	923665,7	1289465,6	71,631669	73,264552	2012Q3	1132830,7	1532189,5	73,935412	75,152192
2005Q2	984616,7	1398840,5	70,388064	73,151809	2012Q4	1261850,5	1573204,8	80,208913	75,374118
2005Q3	953337,8	1319683,9	72,239859	73,162600	2013Q1	1117868,6	1522004,2	73,447144	75,253463
2005Q4	1081224,0	1376618,8	78,542008	73,341452	2013Q2	1192021,3	1620555,7	73,556326	75,282326
2006Q1	957985,3	1332899,4	71,872288	73,271374	2013Q3	1142995,4	1546474,0	73,909771	75,216293
2006Q2	1028408,8	1461315,6	70,375541	73,276943	2013Q4	1279472,6	1599971,6	79,968456	75,170757

(1) Datos trimestrales no consolidados en miles de millones de euros corrientes. (2) RAsRBDH = RA (1) sobre RDBH (1). (3) Datos trimestrales no consolidados deflactados y desestacionalizados (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Apéndice nº 21: Riqueza neta de los hogares de la Eurozona

Las series de datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes de los activos no financieros (ACTNoFIN) y los activos financieros netos de los hogares (ACTFINET) se deflactan previamente con el IPCA trimestral acumulado (DFipcaAQ) para conformar una nueva variable, RIQNETA, que se desestacionaliza por el método Tramo/Seats (Eviews7)[398] y se transforma logarítmicamente.

Periodo	ACTNoFIN (1)	ACTFINET (1)	RIQNETA (1)	LRIQNETA (2)	Periodo	ACTNoFIN (1)	ACTFINET (1)	RIQNETA (1)	LRIQNETA (2)
1999Q1	-	8642500	-	-	2006Q3	28021705	11806485	39828190	17,33876
1999Q2	-	8770978	-	-	2006Q4	28394713	12085821	40480534	17,35401
1999Q3	-	8770252	-	-	2007Q1	28855382	12306892	41162274	17,36373
1999Q4	15026710	9549150	24575860	17,00432	2007Q2	29459297	12491071	41950368	17,37077
2000Q1	15404710	9876329	25281039	17,02464	2007Q3	30127909	12308185	42436094	17,38128
2000Q2	15794172	9870266	25664438	17,03073	2007Q4	30388783	12280075	42668858	17,37779
2000Q3	16197235	9898236	26095471	17,04339	2008Q1	30805860	11799659	42605519	17,36933
2000Q4	16302503	9762466	26064969	17,03624	2008Q2	31121521	11720269	42841790	17,35997
2001Q1	16678166	9562724	26240890	17,03898	2008Q3	31241794	11556520	42798314	17,35696
2001Q2	17097799	9593462	26691261	17,04209	2008Q4	30831290	11118497	41949787	17,34295
2001Q3	17570085	9091971	26662056	17,04100	2009Q1	30309878	10804660	41114538	17,32986
2001Q4	17706480	9559246	27265726	17,06139	2009Q2	30026182	11204113	41230295	17,32669
2002Q1	18272800	9747763	28020563	17,08371	2009Q3	30222101	11643616	41865717	17,34399
2002Q2	18831041	9460640	28291681	17,08339	2009Q4	30376872	11756953	42133825	17,34838
2002Q3	19305855	9004744	28310599	17,08405	2010Q1	30273374	11910832	42184206	17,34259
2002Q4	19431544	9269627	28701171	17,09476	2010Q2	30653366	11783730	42437096	17,34060
2003Q1	19895333	9104631	28999964	17,09616	2010Q3	30920316	12009686	42930002	17,35115
2003Q2	20485201	9541352	30026553	17,12298	2010Q4	31049505	12205847	43255352	17,35571
2003Q3	21030800	9559110	30589910	17,14057	2011Q1	31113203	12201738	43314941	17,34614
2003Q4	21379163	9874372	31253535	17,15903	2011Q2	31408637	12240065	43648702	17,34387
2004Q1	21829313	10093937	31923250	17,17525	2011Q3	31742063	11769656	43511719	17,34073
2004Q2	22534236	10163319	32697555	17,18630	2011Q4	31467047	11977378	43444425	17,33519
2004Q3	23207419	10153692	33361111	17,20439	2012Q1	31272190	12333151	43605341	17,32992
2004Q4	23654609	10490094	34144703	17,22561	2012Q2	31244403	12325221	43569624	17,32213
2005Q1	24196978	10729178	34926156	17,24424	2012Q3	31085452	12603209	43688661	17,32486
2005Q2	24902647	10903985	35806632	17,25721	2012Q4	30879480	12829825	43709305	17,32134
2005Q3	25614755	11192410	36807165	17,28078	2013Q1	30435990	13027024	43463014	17,31070
2005Q4	26053833	11316776	37370609	17,29397	2013Q2	30454755	13108778	43563533	17,30902
2006Q1	26677627	11687662	38365289	17,31327	2013Q3	30573667	13332429	43906096	17,31685
2006Q2	27383819	11569055	38952874	17,31654	2013Q4	30309544	13642714	43952258	17,31790

(1) Datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes. (2) Datos trimestrales en miles de millones de euros corrientes deflactados y transformados logarítmicamente. Fuente: OCDE, Eurostat y elaboración propia.

[398] El resultado de la desestacionalización es NA (no disponible).

Apéndice nº 22: Tasa de dependencia en la Eurozona

Las series de datos trimestral en miles de habitantes menores de 15 y mayores de 64 años (HAB<15y>64), y de habitantes de entre 15 y 64 años (HAB15-64) conforman una nueva variable, TDEP, que se destacionaliza por el método Tramo/Seats (Eviews7).

TDEP = HAB<15y>64 / HAB15-64

Periodo	HAB<15y>64 (1)	HAB15-64 (1)	TDEP (2)	TDEP (3)	Periodo	HAB<15y>64 (1)	HAB15-64 (1)	TDEP (2)	TDEP (3)
1999Q1	98774,6	207350,6	47,64	47,719596	2006Q3	105772,6	214436,8	49,33	49,367924
1999Q2	100176,1	207467,4	48,29	48,185068	2006Q4	105776,2	214905,7	49,22	49,350037
1999Q3	99341,8	207612,1	47,85	47,831972	2007Q1	106633,2	214657,3	49,68	49518864
1999Q4	99498,8	207762,9	47,89	47,920304	2007Q2	106332,4	215317,4	49,38	49,335743
2000Q1	99619,9	208020,9	47,89	47,978432	2007Q3	106419,7	215759,7	49,32	49,386547
2000Q2	100768,5	208211,4	48,40	48,309702	2007Q4	106469,0	216196,4	49,25	49,407682
2000Q3	100929,7	208440,0	48,42	48,401500	2008Q1	107191,6	215849,2	49,66	49,522374
2000Q4	101138,7	208635,1	48,48	48,493987	2008Q2	107509,0	216057,7	49,76	49,655078
2001Q1	101367,6	208875,2	48,53	48,579633	2008Q3	107112,6	216695,9	49,43	49,486392
2001Q2	101598,2	209038,2	48,60	48,562517	2008Q4	107306,9	216921,3	49,47	49,633780
2001Q3	101844,6	209216,6	48,68	48,673305	2009Q1	107897,8	216601,1	49,81	49,727357
2001Q4	102072,7	209415,6	48,74	48,753503	2009Q2	108288,0	216566,5	50,00	49,902262
2002Q1	102292,8	209565,6	48,81	48,819806	2009Q3	108372,1	216505,9	50,06	50,061673
2002Q2	102483,3	209784,7	48,85	48,833785	2009Q4	108111,4	217079,9	49,80	49,938618
2002Q3	102650,6	209960,8	48,89	48,898227	2010Q1	108677,5	216845,6	50,12	50,065139
2002Q4	102829,1	210148,7	48,93	48,949292	2010Q2	108944,7	216695,6	50,28	50,222426
2003Q1	103136,0	210859,3	48,91	48,885684	2010Q3	109116,4	216760,4	50,34	50,348356
2003Q2	103294,9	211044,7	48,94	48,930969	2010Q4	109290,7	216958,8	50,37	50,433544
2003Q3	103467,5	211286,6	48,97	48,997383	2011Q1	109538,4	216960,7	50,49	50,431872
2003Q4	103655,3	211420,9	49,03	49,074396	2011Q2	109611,9	217069,4	50,50	50,493961
2004Q1	104095,5	211028,3	49,33	49,258786	2011Q3	109794,0	217148,8	50,56	50,606270
2004Q2	104296,2	211369,7	49,34	49,321657	2011Q4	110355,9	217053,0	50,84	50,850569
2004Q3	104506,5	211712,9	49,36	49,401330	2012Q1	110716,9	216877,6	51,05	50,976311
2004Q4	104837,1	212044,3	49,44	49,510359	2012Q2	110773,2	216905,4	51,07	51,092218
2005Q1	104570,8	212667,6	49,17	49,081971	2012Q3	110979,8	216990,1	51,15	51,199288
2005Q2	104796,1	213013,3	49,20	49,171400	2012Q4	111460,8	216786,7	51,41	51,408294
2005Q3	104896,5	213457,2	49,14	49,180130	2013Q1	111738,1	216381,6	51,64	51,563877
2005Q4	105077,4	213786,3	49,15	49,242361	2013Q2	111863,8	216484,6	51,67	51,712871
2006Q1	105466,9	213951,5	49,29	49,179525	2013Q3	112218,6	216198,2	51,91	51,945626
2006Q2	105541,3	214301,9	49,25	49,227812	2013Q4	112561,0	216054,6	52,10	52,089093

(1) Datos en miles de habitantes (media trimestral). (2) TDEP = HAB <15 y >64 (1) / HAB 15-64 (1). (3) Datos desestacionalizados (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Apéndice nº 23: Tasa de ocupación en la Eurozona

La serie de datos trimestral de la población media empleada sobre la población en edad de trabajar de 15 a 64 años, TOCUP, se desestacionaliza por el método Tramo/Seats (Eviews7).

Periodo	TOCUP (1)	TOCUP (2)	Periodo	TOCUP (1)	TOCUP (2)
1999Q1	59,7	60,13252	2006Q3	65,1	64,78599
1999Q2	60,2	60,15208	2006Q4	64,9	64,80045
1999Q3	60,8	60,50677	2007Q1	64,8	65,26967
1999Q4	60,9	60,80576	2007Q2	65,5	65,44675
2000Q1	60,5	60,93831	2007Q3	66,0	65,68164
2000Q2	61,2	61,15124	2007Q4	65,8	65,69910
2000Q3	61,8	61,50197	2008Q1	65,5	65,97486
2000Q4	62,0	61,90412	2008Q2	66,0	65,94623
2001Q1	61,6	62,04626	2008Q3	66,3	65,98019
2001Q2	62,0	61,95050	2008Q4	65,7	65,59923
2001Q3	62,4	62,09909	2009Q1	64,5	64,96771
2001Q4	62,4	62,30361	2009Q2	64,7	64,64718
2002Q1	61,8	62,24772	2009Q3	64,6	64,28844
2002Q2	62,3	62,25012	2009Q4	64,4	64,30124
2002Q3	62,6	62,29812	2010Q1	63,7	64,16198
2002Q4	62,5	62,40360	2010Q2	64,3	64,24737
2003Q1	62,1	62,54992	2010Q3	64,4	64,08943
2003Q2	62,6	62,54972	2010Q4	64,3	64,20143
2003Q3	63,0	62,69617	2011Q1	63,8	64,26278
2003Q4	62,8	62,70329	2011Q2	64,5	64,44710
2004Q1	62,3	62,75140	2011Q3	64,5	64,18893
2004Q2	63,0	62,94924	2011Q4	64,2	64,10160
2004Q3	63,4	63,09423	2012Q1	63,5	63,96066
2004Q4	63,4	63,30252	2012Q2	64,0	63,94747
2005Q1	63,0	63,45649	2012Q3	64,1	63,79083
2005Q2	63,6	63,54858	2012Q4	63,7	63,60238
2005Q3	63,9	63,59182	2013Q1	63,0	63,45708
2005Q4	63,8	63,70205	2013Q2	63,6	63,54779
2006Q1	63,8	64,26234	2013Q3	63,9	63,59178
2006Q2	64,6	64,54761	2013Q4	63,7	63,60237

(1) Datos en media trimestral (2) Datos en media trimestral desestacionalizados (%). Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Apéndice nº 24: Tipo de interés real en la Eurozona

Las series de datos trimestrales del EURIBOR y del IPCA a 12 meses conforman por diferencias una nueva variable, TIREAL, que se desestacionaliza por el método Tramo/Seats (Eviews7)[399].

TIREAL = EURIBOR 12M – IPCA 12M

Periodo	EURIBOR 12M (1)	IPCA 12M (1)	TIREAL (1)	Periodo	EURIBOR 12M (1)	IPCA 12M (1)	TIREAL (1)
1999Q1	3,05	0,90	2,15	2006Q3	3,62	2,20	1,42
1999Q2	2,76	1,07	1,69	2006Q4	3,86	1,77	2,09
1999Q3	3,19	1,27	1,92	2007Q1	4,09	1,87	2,22
1999Q4	3,73	1,57	2,17	2007Q2	4,38	1,90	2,48
2000Q1	4,11	2,00	2,11	2007Q3	4,65	1,87	2,78
2000Q2	4,75	1,93	2,82	2007Q4	4,68	2,93	1,74
2000Q3	5,19	2,27	2,93	2008Q1	4,48	3,37	1,11
2000Q4	5,11	2,53	2,57	2008Q2	5,05	3,67	1,39
2001Q1	4,54	2,17	2,38	2008Q3	5,37	3,90	1,47
2001Q2	4,44	2,93	1,50	2008Q4	4,38	2,30	2,08
2001Q3	4,07	2,40	1,67	2009Q1	2,22	0,97	1,25
2001Q4	3,29	2,13	1,16	2009Q2	1,67	0,17	1,51
2002Q1	3,63	2,53	1,09	2009Q3	1,34	-0,37	1,70
2002Q2	3,90	2,10	1,80	2009Q4	1,24	0,43	0,81
2002Q3	3,45	2,10	1,35	2010Q1	1,22	1,10	0,12
2002Q4	3,01	2,30	0,71	2010Q2	1,25	1,60	-0,35
2003Q1	2,54	2,33	0,21	2010Q3	1,41	1,73	-0,33
2003Q2	2,23	2,03	0,20	2010Q4	1,52	2,00	-0,48
2003Q3	2,20	2,10	0,10	2011Q1	1,74	2,47	-0,73
2003Q4	2,36	2,07	0,30	2011Q2	2,13	2,73	-0,61
2004Q1	2,14	1,80	0,34	2011Q3	2,11	2,73	-0,62
2004Q2	2,29	2,37	-0,07	2011Q4	2,05	2,90	-0,85
2004Q3	2,35	2,27	0,08	2012Q1	1,67	2,70	-1,03
2004Q4	2,31	2,37	-0,05	2012Q2	1,28	2,47	-1,19
2005Q1	2,32	2,07	0,25	2012Q3	0,90	2,53	-1,64
2005Q2	2,19	2,07	0,12	2012Q4	0,60	2,30	-1,70
2005Q3	2,20	2,30	-0,10	2013Q1	0,57	1,87	-1,30
2005Q4	2,63	2,33	0,29	2013Q2	0,51	1,40	-0,89
2006Q1	2,95	2,33	0,62	2013Q3	0,54	1,33	-0,80
2006Q2	3,32	2,47	0,85	2013Q4	0,53	0,80	-0,27

(1) Datos en media trimestral (%). Fuente: BCE y elaboración propia.

[399] El resultado de la desestacionalización es NA (no disponible).

Apéndice nº 25: Confianza del consumidor de la Eurozona

La serie de datos trimestral en puntos de la confianza del consumidor, CON, se transforma logarítmicamente y se desestacionaliza por el método Tramo/Seats (Eviews7)[400]:

Periodo	CON (1)	CON (2)	LCON (4)	Periodo	CON (1)	CON (2)	LCON (4)
1999Q1	-2,4	97,6	4,586824	2006Q3	-8,3	91,7	4,512569
1999Q2	-5,5	94,5	4,542764	2006Q4	-7,7	92,3	4,531198
1999Q3	-3,9	96,1	4,559496	2007Q1	-5,6	94,4	4,553217
1999Q4	-1,9	98,1	4,591788	2007Q2	-2,5	97,5	4,573289
2000Q1	0,4	100,4	4,615108	2007Q3	-4,1	95,9	4,556986
2000Q2	1,9	101,9	4,617466	2007Q4	-8,6	91,4	4,521397
2000Q3	0,9	100,9	4,608235	2008Q1	-12,3	87,7	4,479590
2000Q4	0,0	100,0	4,611321	2008Q2	-14,3	85,7	4,444633
2001Q1	0,2	100,2	4,612786	2008Q3	-19,4	80,6	4,383097
2001Q2	-2,0	98,0	4,578758	2008Q4	-27,4	72,6	4,291572
2001Q3	-7,7	92,3	4,519503	2009Q1	-32,7	67,3	4,215719
2001Q4	-11,7	88,3	4,486899	2009Q2	-28,0	72,0	4,270918
2002Q1	-9,2	90,8	4,514255	2009Q3	-21,4	78,6	4,357954
2002Q2	-7,8	92,2	4,517384	2009Q4	-17,1	82,9	4,423373
2002Q3	-10,0	90,0	4,493524	2010Q1	-16,9	83,1	4,426505
2002Q4	-15,1	84,9	4,447631	2010Q2	-16,7	83,3	4,415837
2003Q1	-19,3	80,7	4,397129	2010Q3	-12,3	87,7	4,467934
2003Q2	-18,4	81,6	4,396026	2010Q4	-10,7	89,3	4,498149
2003Q3	-17,1	82,9	4,411310	2011Q1	-10,7	89,3	4,498055
2003Q4	-16,7	83,3	4,428202	2011Q2	-10,5	89,5	4,488389
2004Q1	-14,6	85,4	4,453721	2011Q3	-15,6	84,4	4,429581
2004Q2	-13,9	86,1	4,448910	2011Q4	-20,4	79,6	4,382755
2004Q3	-13,7	86,3	4,451514	2012Q1	-19,6	80,4	4,392653
2004Q4	-14,1	85,9	4,458948	2012Q2	-19,2	80,8	4,385750
2005Q1	-13,7	86,3	4,463438	2012Q3	-23,6	76,4	4,330430
2005Q2	-14,0	86,0	4,448521	2012Q4	-25,9	74,1	4,312027
2005Q3	-14,6	85,4	4,441407	2013Q1	-23,5	76,5	4,343784
2005Q4	-13,0	87,0	4,472061	2013Q2	-20,8	79,2	4,365332
2006Q1	-11,0	89,0	4,494272	2013Q3	-15,9	84,1	4,426409
2006Q2	-9,4	90,6	4,500604	2013Q4	-14,4	85,6	4,455841

(1) Datos trimestrales en puntos (escala de menos 100 hasta 100). (2) Datos trimestrales en puntos sumando +100 a cada valor (escala de 0 hasta 200). (4) Datos trimestrales en puntos (escala de 0 hasta 200) transformados logaritmicamente y desestacionalizados. Fuente: Eurostat y elaboración propia.

.

[400] El resultado de la desestacionalización es NA (no disponible).

Apéndice nº 26: Tests adf, pp, kpss, y perronsb: presfisc, rasrbdh, lriqneta, tdep, tocup, tireal y lcon

Augmented Dickey-Fuller (ADF)

Variable	Order of integration		None	Intercept	Intercept &trend
PRESFISC	Level	Prob	0,9015	0,9732	0,9783
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,019183) {1}	(0,002283) {1}	(0,080780) {1}
	1st difference	Prob	0,0000	0,0008	
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,645739) {1}	(0,640468) {1}	
RAsRBDH	Level	Prob	0,8086	0,7878	0,9356
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,007708){6}	(0,004872) {6}	(0,012704) {6}
	1st difference	Prob	0,0074	0,0764	
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,696842){5}	(0,691661) {5}	
LRIQNETA	Level	Prob	0,9725	0,3644	0,9909
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,288159) {1}	(0,318748) {1}	(0,315515) {1}
	1st difference	Prob	0,0004	0,0023	
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,199409) {0}	(0,222986) {0}	
TDEP	Level	Prob	1,0000	0,9963	0,9840
		(Adjusted R^2) {Lags}	0,002814 {0}	(0,000550) {0}	(-0,006751) {0}
	1st difference	Prob	0,3330	0,0000	
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,535320) {4}	(0,625519) {0}	
TOCUP	Level	Prob	0,8412	0,3385	0,9352
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,313749) {2}	(0,334699) {3}	(0,323972) {3}
	1st difference	Prob	0,00350	0,05850	
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,270812) {2}	(0,258214) {1}	
TIREAL	Level	Prob	0,0976	0,5101	0,5731
		(Adjusted R^2) {Lags}	0,034330 {0}	(0,029033) {0}	(0,030497) {2}
	1st difference	Prob	0,0000	0,0000	
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,417291) {0}	(0,409219) {0}	
LCON	Level	Prob	0,4636	0,0709	0,0528
		(Adjusted R^2) {Lags}	0,459006 {2}	(0,515458) {3}	(0,544651) {3}
	1st difference	Prob	0,0000	0,0000	
		(Adjusted R^2) {Lags}	(0,360483) {1}	(0,352071) {1}	

Tabla resumen de los valores de probabilidad del test. La significatividad de referencia del test es 0,05 (5%). La hipótesis nula del test se acepta cuando el valor de probabilidad del test (prob) es mayor que 0,05. Fuente: Eviews7.

Philips-Perron (PP)

Variable	Order of integration		None	Intercept	Intercept &trend
PRESFISC	Level	**Prob**	**0,90450000**	**0,90250**	**0,95940**
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(-0,000206) {3}	(-0,016083) {3}	(0,012351) {2}
	1st difference	**Prob**	**0,0000**	**0,00000**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,602643) {3}	(0,601412) {3}	
RAsRBDH	Level	**Prob**	**0,82840**	**0,68620**	**0,89100**
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(-0,000179) {3}	(0,007923) {4}	(0,005281) {3}
	1st difference	**Prob**	**0,00000**	**0,00000**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,600745) {2}	(0,595635) {2}	
LRIQNETA	Level	**Prob**	**0,99110**	**0,20460**	**0,99190**
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(-0,002975) {5}	(0,142972) {5}	(0,210904) {4}
	1st difference	**Prob**	**0,00070**	**0,00250**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(-0,199409) {2}	0,222986 {3}	
TDEP	Level	**Prob**	**1,0000**	**0,9986**	**0,9953**
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,002814) {4}	(0,000550) {7}	(-0,006751) {4}
	1st difference	**Prob**	**0,0000**	**0,0000**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,506943) {4}	(0,625519) {1}	
TOCUP	Level	**Prob**	**0,9369**	**0,13870**	**0,94510**
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(-0,004926) {5}	(0,127753) {4}	(0,181344) {4}
	1st difference	**Prob**	**0,00020**	**0,00200**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,216878) {3}	(0,220458) {3}	
TIREAL	Level	**Prob**	**0,0803**	**0,4703**	**0,5855**
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,034330) {3}	(0,017600) {3}	(0,016955) {3}
	1st difference	**Prob**	**0,0000**	**0,0000**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,417291) {2}	(0,409219) {2}	
LCON	Level	**Prob**	**0,5272**	**0,2223**	**0,4017**
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,000616) {1}	(0,040592) {1}	(0,030670) {1}
	1st difference	**Prob**	**0,0007**	**0,0137**	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,222947) {10}	(0,209073) {10}	

Tabla resumen de los valores de probabilidad del test. La significatividad de referencia del test es 0,05 (5%). La hipótesis nula del test se acepta cuando el valor de probabilidad del test (prob) es mayor que 0,05. Fuente: Eviews7.

Kwiatkowski-Phillips Schmidt-Shin (KPSS)

Variable	Order of integration		Intercept	Intercept &trend
PRESFISC	Level	Valor	0,365146	0,219630
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {6}	(0,152044) {6}
	1st difference	Valor	0,284081	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {3}	
RAsRBDH	Level	Valor	0,240340	0.219408
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {6}	0,010993 {6}
	1st difference	Valor	0,191016	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {3}	
LRIQNETA	Level	Valor	0,742280	0,220433
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {6}	0,732293 {6}
	1st difference	Valor	0,538684	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {5}	
TDEP	Level	Valor	0,915981	0,179319
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {6}	(0,908298) {6}
	1st difference	Valor	0,386201	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {3}	
TOCUP	Level	Valor	0,641016	0,215082
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {6}	(0,513463) {6}
	1st difference	Valor	0,46316	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {5}	
TIREAL	Level	Valor	0,479521	0,102692
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {6}	(0,436464) {6}
	1st difference	Valor	0,072938	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {2}	
LCON	Level	Valor	0,573191	0,056662
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {5}	(0,401451) {5}
	1st difference	Valor	0,070561	
		(Adjusted R^2) {Bandwich}	(0,00000) {1}	
Critical Value	Sig 1%		0,739000	0,216000
	Sig 5%		0,463000	0,146000
	Sig 10%		0,347000	0,119000

Tabla resumen de los valores del test. La hipótesis nula del test se rechaza cuando el valor del test es mayor que el valor crítico de referencia para un nivel de significatividad del 5% (Sig 5%). Fuente: Eviews7.

Perron with Structural Break (PerronSB)

Variable	Order of integration		Intercept	Trend	Intercept &trend
PRESFISC	Level	Valor	-1,742137	-2,165405	-2,847247
		{Lags}	{1}	{1}	{1}
	1st difference	Valor	-10,20290		
		{Lags}	{0}		
RAsRBDH	Level	Valor	-3,437234	-4,173781	-4,230423
		{Lags}	{4}	{4}	{4}
	1st difference	Valor	-9,716067		
		{Lags}	{0}		
LRIQNETA	Level	Valor	-2,624273	-3,125122	-3,805273
		{Lags}	{1}	{1}	{1}
	1st difference	Valor	-6,549333		
		{Lags}	{0}		
TDEP	Level	Valor	-2,756860	-3,844375	-3,909071
		{Lags}	{0}	{0}	{0}
	1st difference	Valor	-4,710938		
		{Lags}	{0}		
TOCUP	Level	Valor	-3,588386	-3,776654	-5,58535
		{Lags}	{4}	{4}	{4}
	1st difference	Valor	-5,875726		
		{Lags}	{0}		
TIREAL	Level	Valor	-3,343179	-1,805102	-3,292919
		{Lags}	{0}	{0}	{0}
	1st difference	Valor	-7,021649		
		{Lags}	{0}		
LCON	Level	Valor	-3,077648	-2,963950	-3,105529
		{Lags}	{2}	{2}	{2}
	1st difference	Valor	-6,044997		
		{Lags}	{1}		
Critical Value	Sig 1%		-5.92	-5.45	-6,32
	Sig 5%		-5,23	-4,83	-5,59
	Sig 10%		-4,92	-4,48	-5,29

Tabla resumen de los valores del test. La hipótesis nula del test se acepta cuando el valor del test es mayor que el valor crítico de referencia para un nivel de significatividad del 5% (Sig 5%). Fuente: Eviews7.

Apéndice nº 27: Var lag order selection criteria: labh, presfisc, rasrbdh, lriqneta, tdep, tocup, tireal y lcon

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LABH PRESFISC RASRBDH LRIQNETA TDEP TOCUP TIREAL LCON
Exogenous variables: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Sample: 1999Q1 2013Q4
Included observations: 53

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	190.6048	NA	1.90e-13	-6.588862	-5.994056	-6.360128
1	643.3253	734.6031	8.40e-20	-21.25756	-18.28353*	-20.11389*
2	713.1577	92.23150	8.13e-20	-21.47765	-16.12440	-19.41905
3	783.6216	71.79334	1.07e-19	-21.72157	-13.98910	-18.74804
4	907.9726	89.15736*	3.52e-20*	-23.99897*	-13.88728	-20.11050

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

Apéndice nº 28: Test Johansen: labh, presfisc, rasrbdh, lriqneta, tdep, tocup, tireal y lcon

Sample: 1999Q1 2013Q4
Included observations: 55
Series: LABH PRESFISC RASRBDH LRIQNETA TDEP TOCUP TIREAL LCON
Exogenous series: (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND
Warning: Rank Test critical values derived assuming no exogenous series
Lags interval: 1 to 1

Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	6	5	4	4	4
Max-Eig	4	4	3	2	2

*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Apéndice nº 29: Test Hansen: labh, presfisc, rasrbdh, lriqneta, tdep, tocup, tireal y lcon

Cointegration Test - Hansen Parameter Instability
Equation: UNTITLED
Series: LABH PRESFISC RASRBDH LRIQNETA TDEP TOCUP TIREAL LCON
Null hypothesis: Series are cointegrated
Cointegrating equation deterministics: C (@DATE>=@DATEVAL("2007q3"))*@TREND

Lc statistic	Stochastic Trends (m)	Deterministic Trends (k)	Excluded Trends (p2)	Prob.*
0.116122	7	0	0	> 0.2

*Hansen (1992b) Lc(m2=4, k=0) p-values, where m2=m-p2 is the number of stochastic trends in the asymptotic distribution

Apéndice nº 30: Residuos modelo labh

Sample: 2000Q3 2013Q4
Included observations: 54

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
.*| . |	.*| . |	1	-0.174	-0.174	1.7219	0.189
**| . |	**| . |	2	-0.216	-0.254	4.4336	0.109
. |*. |	. |*. |	3	0.206	0.127	6.9579	0.073
.*| . |	.*| . |	4	-0.104	-0.104	7.6135	0.107
.*| . |	.*| . |	5	-0.159	-0.136	9.1710	0.102
. | . |	.*| . |	6	0.026	-0.109	9.2140	0.162
. | . |	. | . |	7	0.010	-0.043	9.2203	0.237
.*| . |	.*| . |	8	-0.081	-0.087	9.6551	0.290
. | . |	.*| . |	9	-0.029	-0.102	9.7112	0.374
.*| . |	**| . |	10	-0.096	-0.221	10.349	0.410
. | . |	. | . |	11	0.044	-0.062	10.488	0.487
. | . |	.*| . |	12	0.030	-0.071	10.553	0.568

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

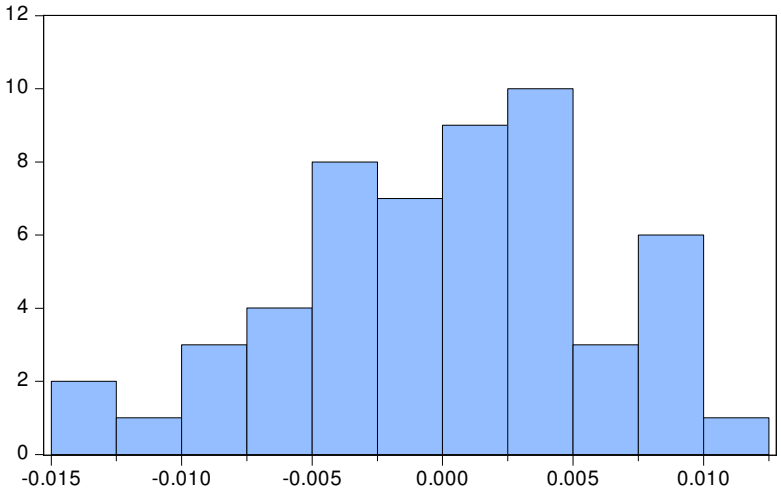
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.738638	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.609324	
	5% level	-1.947119	
	10% level	-1.612867	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

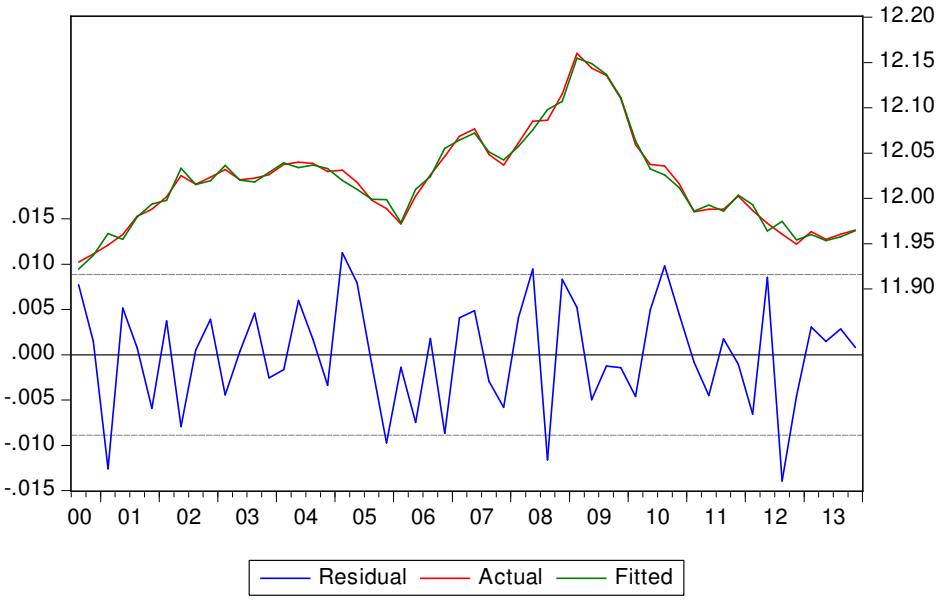
Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RESID01)
Method: Least Squares
Sample (adjusted): 2000Q4 2013Q4
Included observations: 53 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01(-1)	-1.173779	0.134321	-8.738638	0.0000

R-squared	0.594817	Mean dependent var	-0.000131
Adjusted R-squared	0.594817	S.D. dependent var	0.009154
S.E. of regression	0.005827	Akaike info criterion	-7.434011
Sum squared resid	0.001765	Schwarz criterion	-7.396836
Log likelihood	198.0013	Hannan-Quinn criter.	-7.419715
Durbin-Watson stat	2.110569		



Series: Residuals	
Sample 2000Q3 2013Q4	
Observations 54	
Mean	-8.11e-16
Median	0.000652
Maximum	0.011278
Minimum	-0.013928
Std. Dev.	0.005960
Skewness	-0.304131
Kurtosis	2.532758
Jarque-Bera	1.323672
Probability	0.515903



Apéndice nº 31: Preguntas socioeconómicas

Edad del decisor habitual en su unidad familiar
Menos de 44 años
Entre 45 y 64 años
Más de 65 años
Educación del decisor habitual en su unidad familiar
Educación básica
Educación media
Educación superior
Situación laboral del decisor habitual
Empleado por cuenta ajena
Empleado por cuenta propia
Parado o inactivo
Jubilado
Nivel de riqueza neta de la unidad familiar (patrimonio inmobiliario y financiero menos deudas, excluidos automóviles u otros vehículos)
Inferior a 160.000 euros
Superior a 160.000 euros
Cuantifique el patrimonio financiero de su unidad familiar (cuentas corrientes, depósitos, productos de renta fija, acciones, fondos de inversión, planes de pensiones, seguros de ahorro,...)
Inferior a 20.000 euros
Entre 20.000 y 100.000 euros
Más de 100.000 euros

Apéndice nº 32: Hipótesis H_{A1}

			¿Cuál es el porcentaje del capital invertido en IIC cuya pérdida estaría dispuesto a asumir?			Total
			Menos del 5%	Entre el 5% y el 10%	Más de 10%	
¿Cuál de los siguientes criterios se ajusta más a su idea de invertir?	No asumiría ningún riesgo de pérdida de capital	Recuento	5	3	0	8
		Recuento esperado	3,1	2,9	2,0	8,0
		% del total	9,1%	5,5%	0,0%	14,5%
		Residuo	1,9	,1	-2,0	
	Asumiría un pequeño riesgo de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad baja	Recuento	15	8	2	25
		Recuento esperado	9,5	9,1	6,4	25,0
		% del total	27,3%	14,5%	3,6%	45,5%
		Residuo	5,5	-1,1	-4,4	
	Asumiría un riesgo medio de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad media	Recuento	1	9	11	21
		Recuento esperado	8,0	7,6	5,3	21,0
		% del total	1,8%	16,4%	20,0%	38,2%
		Residuo	-7,0	1,4	5,7	
	Asumiría un riesgo alto de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad alta	Recuento	0	0	1	1
		Recuento esperado	,4	,4	,3	1,0
		% del total	0,0%	0,0%	1,8%	1,8%
		Residuo	-,4	-,4	,7	
Total		Recuento	21	20	14	55
		Recuento esperado	21,0	20,0	14,0	55,0
		% del total	38,2%	36,4%	25,5%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,558	,076	6,989	,000
		¿Cuál de los siguientes criterios se ajusta más a su idea de invertir? (dependiente)	,545	,074	6,989	,000
		Cuál es el porcentaje del capital invertido en IIC cuya pérdida estaría dispuesta a asumir? (dependiente)	,572	,081	6,989	,000

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,558	,000	,079	,380	,705
		¿Cuál de los siguientes criterios se ajusta más a su idea de invertir? (dependiente)	,545	,000	,078	,374	,687
		¿Cuál es el porcentaje del capital invertido en IIC cuya pérdida estaría dispuesta a asumir? (dependiente)	,572	,001	,085	,385	,734

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,559	,076	6,989	,000
	Tau-c de Kendall	,538	,077	6,989	,000
	Gamma	,781	,089	6,989	,000
N de casos válidos		55			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,559	,000	,080	,380	,706
	Tau-c de Kendall	,538	-,010	,078	,381	,654
	Gamma	,781	-,002	,094	,562	,945
N de casos válidos		55	0	4	48	62

Apéndice nº 33: Hipótesis H_{A2}

			Sus inversiones se centran básicamente en IIC			Total
			De renta fija e inmobiliaria	De renta fija mixta	De renta variable mixta y renta variable	
¿Cuál es el porcentaje del capital invertido en IIC cuya pérdida estaría dispuesto a asumir?	Menos del 5%	Recuento	3	17	1	21
		Recuento esperado	3,8	11,5	5,7	21,0
		% del total	5,5%	30,9%	1,8%	38,2%
		Residuo	-,8	5,5	-4,7	
	Entre el 5% y el 10%	Recuento	6	9	5	20
		Recuento esperado	3,6	10,9	5,5	20,0
		% del total	10,9%	16,4%	9,1%	36,4%
		Residuo	2,4	-1,9	-,5	
	Más del 10%	Recuento	1	4	9	14
		Recuento esperado	2,5	7,6	3,8	14,0
		% del total	1,8%	7,3%	16,4%	25,5%
		Residuo	-1,5	-3,6	5,2	
Total		Recuento	10	30	15	55
		Recuento esperado	10,0	30,0	15,0	55,0
		% del total	18,2%	54,5%	27,3%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,322	,108	2,919	,004
		¿Cuál es el porcentaje del capital invertido en IIC cuya pérdida estaría dispuesta a asumir? (dependiente)	,339	,114	2,919	,004
		Sus inversiones se centran básicamente en IIC (dependiente)	,307	,103	2,919	,004

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,322	,000	,111	,091	,527
		¿Cuál es el porcentaje del capital invertido en IIC cuya pérdida estaría dispuesta a asumir? (dependiente)	,339	,001	,118	,096	,567
		Sus inversiones se centran básicamente en IIC (dependiente)	,307	-,001	,105	,087	,500

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,322	,108	2,919	,004
	Tau-c de Kendall	,302	,104	2,919	,004
	Gamma	,469	,149	2,919	,004
N de casos válidos		55			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,322	,000	,111	,092	,530
	Tau-c de Kendall	,302	-,005	,104	,084	,491
	Gamma	,469	-,002	,155	,140	,734
N de casos válidos		55	0	4	47	63

Apéndice nº 34: Hipótesis H_1

			Patrimonio financiero del hogar (1)		
			Entre 20 mil y 100 mil euros	Mas de 100 mil euros	Total
¿Cuál de las siguientes situaciones define mejor su situación familiar?	No ahorra prácticamente nada de lo que ingresa	Recuento	4	2	6
		Recuento esperado	3,2	2,8	6,0
		% del total	2,4%	1,2%	3,5%
		Residuo	,8	-,8	
	Ahorra una parte escasa de su renta (menos del 10%)	Recuento	16	9	25
		Recuento esperado	13,2	11,8	25,0
		% del total	9,4%	5,3%	14,7%
		Residuo	2,8	-2,8	
	Ahorra entre el 10% y 20%	Recuento	46	32	78
		Recuento esperado	41,3	36,7	78,0
		% del total	27,1%	18,8%	45,9%
		Residuo	4,7	-4,7	
	Dedica una parte sustancial de su renta al ahorro (por encima del 20%)	Recuento	24	37	61
		Recuento esperado	32,3	28,7	61,0
		% del total	14,1%	21,8%	35,9%
		Residuo	-8,3	8,3	
Total		Recuento	90	80	170
		Recuento esperado	90,0	80,0	170,0
		% del total	52,9%	47,1%	100,0%

(1) Hace referencia al volumen del patrimonio financiero del hogar (cuentas corrientes, depósitos, productos de renta fija, acciones, fondos de inversión, planes de pensiones, seguros de ahorro,...).

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,189	,070	2,691	,007
		¿Cuál de las siguientes situaciones define mejor su situación familiar? (dependiente)	,215	,080	2,691	,007
		Patrimonio financiero del hogar (dependiente)	,168	,062	2,691	,007

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,189	,001	,070	,045	,328
		¿Cuál de las siguientes situaciones define mejor su situación familiar? (dependiente)	,215	,001	,080	,052	,374
		Patrimonio financiero del hogar (dependiente)	,168	,001	,063	,040	,292

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,190	,071	2,691	,007
	Tau-c de Kendall	,214	,080	2,691	,007
	Gamma	,330	,118	2,691	,007
N de casos válidos		170			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,190	,001	,071	,045	,330
	Tau-c de Kendall	,214	,000	,079	,054	,367
	Gamma	,330	,000	,118	,078	,559
N de casos válidos		170	0	8	156	184

Apéndice nº 35: Hipótesis H_2

Hogares	170
Prueba de homogeneidad de varianzas	
Estadístico de Levene	50,296
Sig.	,000
Prueba de Kolmogorov-Smirnov	
Estadístico de prueba	,407
Sig.	,000
Prueba de Kruskal Wallis	
	Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar
Chi-cuadrado	2931,000
Sig.	,007
Variable de agrupación: Nivel de patrimonio financiero del hogar	

			Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar				
			0%-25%[401]	25%-50%	50%-75%	75%-100%	Total
Patrimonio financiero del hogar	Entre 20.000 y 100.000 euros	Recuento	87	3	0	0	90
		Recuento esperado	80,5	6,9	1,6	1,1	90,0
		% del total	51,2%	1,8%	0,0%	0,0%	52,9%
		Residuo	6,5	-3,9	-1,6	-1,1	
	Más de 100.000 euros	Recuento	65	10	3	2	80
		Recuento esperado	71,5	6,1	1,4	,9	80,0
		% del total	38,2%	5,9%	1,8%	1,2%	47,1%
		Residuo	-6,5	3,9	1,6	1,1	
Total		Recuento	152	13	3	2	170
		Recuento esperado	152,0	13,0	3,0	2,0	170,0
		% del total	89,4%	7,6%	1,8%	1,2%	100,0%

[401] Del mismo modo, cuando diferenciamos en el primer percentil los hogares que no poseen fondos de inversión (0%) de los que los que poseen hasta un 25% del peso de su cartera financiera, los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_2.

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,225	,056	3,284	,001
		Patrimonio financiero del hogar (dependiente)	,401	,091	3,284	,001
		Peso de los fondos de inversion en la cartera financiera del hogar (dependiente)	,156	,048	3,284	,001

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,225	-,002	,061	,104	,335
		Patrimonio financiero del hogar (dependiente)	,401	,000	,094	,191	,578
		Peso de los fondos de inversion en la cartera financiera del hogar (dependiente)	,156	,000	,047	,067	,250

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,250	,062	3,284	,001
	Tau-c de Kendall	,156	,047	3,284	,001
	Gamma	,743	,145	3,284	,001
N de casos válidos		170			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,250	-,002	,063	,117	,365
	Tau-c de Kendall	,156	-,001	,047	,068	,246
	Gamma	,743	-,005	,152	,369	1,000
N de casos válidos		170	0	8	156	184

Apéndice nº 36: Hipótesis H_3

			Importe de su mayor aportación inicial a un fondo de inversión			Total
			Hasta 6.000 euros	Entre 6.000 y 24.000 euros	Más de 24.000 euros	
Patrimonio financiero del hogar	Entre 20.000 y 100.000 euros	Recuento	10	7	4	21
		Recuento esperado	5,0	4,6	11,5	21,0
		% del total	18,2%	12,7%	7,3%	38,2%
		Residuo	5,0	2,4	-7,5	
	Más de 100.000 euros	Recuento	3	5	26	34
		Recuento esperado	8,0	7,4	18,5	34,0
		% del total	5,5%	9,1%	47,3%	61,8%
		Residuo	-5,0	-2,4	7,5	
Total		Recuento	13	12	30	55
		Recuento esperado	13,0	12,0	30,0	55,0
		% del total	23,6%	21,8%	54,5%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,542	,103	5,032	,000
		Patrimonio financiero del hogar dependiente	,485	,095	5,032	,000
		Importe de su mayor aportación inicial a un fondo de inversión dependiente	,615	,115	5,032	,000

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,542	,000	,104	,326	,737
		Patrimonio financiero del hogar dependiente	,485	,001	,097	,288	,668
		Importe de su mayor aportación inicial a un fondo de inversión dependiente	,615	,001	,117	,369	,838

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,546	,103	5,032	,000
	Tau-c de Kendall	,580	,115	5,032	,000
	Gamma	,806	,097	5,032	,000
N de casos válidos		55			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,546	,001	,104	,328	,743
	Tau-c de Kendall	,580	-,010	,115	,361	,766
	Gamma	,806	-,006	,103	,543	,959
N de casos válidos		55	0	4	49	61

Apéndice nº 37: Hipótesis H_4

Hogares	170
Prueba de homogeneidad de varianzas	
Estadístico de Levene	38,010
Sig.	,000
Prueba de Kolmogorov-Smirnov	
Estadístico de prueba	,407
Sig.	,000
Prueba de Kruskal Wallis	
	Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar
Chi-cuadrado	26,478
Sig.	,000
Variable de agrupación: Nivel de conocimiento financiero del hogar sobre fondos de inversión	

			Peso de los fondos de inversion en la cartera financiera del hogar				Total
			0%-25%[402]	25%-50%	50%-75%	75%-100%	
Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión	Bajo	Recuento	78	1	0	0	79
		Recuento esperado	70,6	6,0	1,4	,9	79,0
		% del total	45,9%	0,6%	0,0%	0,0%	46,5%
		Residuo	7,4	-5,0	-1,4	-,9	
	Medio	Recuento	58	9	2	0	69
		Recuento esperado	61,7	5,3	1,2	,8	69,0
		% del total	34,1%	5,3%	1,2%	0,0%	40,6%
		Residuo	-3,7	3,7	,8	-,8	
	Alto	Recuento	16	3	1	2	22
		Recuento esperado	19,7	1,7	,4	,3	22,0
		% del total	9,4%	1,8%	0,6%	1,2%	12,9%
		Residuo	-3,7	1,3	,6	1,7	
Total		Recuento	152	13	3	2	170
		Recuento esperado	152,0	13,0	3,0	2,0	170,0
		% del total	89,4%	7,6%	1,8%	1,2%	100,0%

[402] Del mismo modo, cuando diferenciamos en el primer percentil los hogares que no poseen fondos de inversión (0%) de los que los que los poseen hasta un 25% del peso de su cartera financiera, los resultados de los estadísticos de independencia empleados en una tabla de contingencia rechazan la hipótesis nula (H_0), y por lo tanto, sugieren la veracidad de la hipótesis H_4.

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,253	,049	3,805	,000
		Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión (dependiente)	,518	,086	3,805	,000
		Peso de los fondos de inversion en la cartera financiera del hogar (dependiente)	,167	,043	3,805	,000

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo deconfianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,253	-,002	,057	,143	,354
		Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión (dependiente)	,518	-,001	,088	,329	,683
		Peso de los fondos de inversion en la cartera financiera del hogar (dependiente)	,167	,000	,044	,087	,252

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,294	,057	3,805	,000
	Tau-c de Kendall	,151	,040	3,805	,000
	Gamma	,740	,092	3,805	,000
N de casos válidos		170			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,294	-,002	,058	,175	,397
	Tau-c de Kendall	,151	-,001	,040	,080	,225
	Gamma	,740	-,005	,097	,499	,898
N de casos válidos		170	0	8	156	184

Apéndice nº 38: Hipótesis H_5

			¿Ha cambiado la idea de invertir en los últimos años a raíz de la crisis?			Total
			Es más conservadora a la hora de invertir	Mantiene un perfil similar a la hora de invertir	Es más agresiva a la hora de invertir	
¿Se interesa más que antes de la crisis por conocer las características de los productos financieros que contrata?	Se preocupa más que antes	Recuento	52	34	3	89
		Recuento esperado	40,8	46,6	1,6	89,0
		% del total	30,6%	20,0%	1,8%	52,4%
		Residuo	11,2	-12,6	1,4	
	El nivel de interés es similar al de antes	Recuento	25	54	0	79
		Recuento esperado	36,2	41,4	1,4	79,0
		% del total	14,7%	31,8%	0,0%	46,5%
		Residuo	-11,2	12,6	-1,4	
	Se preocupa menos que antes	Recuento	1	1	0	2
		Recuento esperado	,9	1,0	,0	2,0
		% del total	0,6%	0,6%	0,0%	1,2%
		Residuo	,1	,0	,0	
Total		Recuento	78	89	3	170
		Recuento esperado	78,0	89,0	3,0	170,0
		% del total	45,9%	52,4%	1,8%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,230	,075	3,100	,002
		¿Se interesa más que antes de la crisis por conocer las características de los productos financieros que contrata? (dependiente)	,229	,075	3,100	,002
		¿Ha cambiado la idea de invertir en los últimos años a raíz de la crisis? (dependiente)	,231	,075	3,100	,002

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,230	,000	,075	,085	,380
		¿Se interesa más que antes de la crisis por conocer las características de los productos financieros que contrata? (dependiente)	,229	,001	,076	,084	,382
		¿Ha cambiado la idea de invertir en los últimos años a raíz de la crisis? (dependiente)	,231	,000	,075	,086	,381

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,230	,075	3,100	,002
	Tau-c de Kendall	,177	,057	3,100	,002
	Gamma	,419	,125	3,100	,002
N de casos válidos		170			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,230	,000	,075	,085	,380
	Tau-c de Kendall	,177	,010	,067	,050	,359
	Gamma	,419	-,003	,125	,161	,649
N de casos válidos		170	0	8	156	184

Apéndice nº 39: Hipótesis H_6

Hogares	170
Prueba de homogeneidad de varianzas	
Estadístico de Levene	10,942
Sig.	,000
Prueba de Kolmogorov-Smirnov	
Estadístico de prueba	,407
Sig.	,000
Prueba de Kruskal Wallis	

	Peso de los fondos de inversión en la cartera financiera del hogar
Chi-cuadrado	19,391
Sig. asintótica	,000

Variable de agrupación: ¿Cuál de los siguientes criterios se ajusta más a su idea de invertir?

			¿Cuál de los siguientes criterios se ajusta más a su idea de invertir?				Total
			No asumiría ningún riesgo de pérdida de capital	Asumiría un pequeño riesgo de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad baja	Asumiría un riesgo medio de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad media	Asumiría un riesgo alto de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad alta	
Peso de los fondos de inversion en la cartera financiera del hogar	0%-25%	Recuento	44	66	40	2	152
		Recuento esperado	40,2	63,5	45,6	2,7	152,0
		% del total	25,9%	38,8%	23,5%	1,2%	89,4%
		Residuo	3,8	2,5	-5,6	-,7	
	25%-50%	Recuento	1	3	8	1	13
		Recuento esperado	3,4	5,4	3,9	,2	13,0
		% del total	0,6%	1,8%	4,7%	0,6%	7,6%
		Residuo	-2,4	-2,4	4,1	,8	
	50%-75%	Recuento	0	1	2	0	3
		Recuento esperado	,8	1,3	,9	,1	3,0
		% del total	0,0%	0,6%	1,2%	0,0%	1,8%
		Residuo	-,8	-,3	1,1	-,1	
	75%-100%	Recuento	0	1	1	0	2
		Recuento esperado	,5	,8	,6	,0	2,0
		% del total	0,0%	0,6%	0,6%	0,0%	1,2%
		Residuo	-,5	,2	,4	,0	
Total		Recuento	45	71	51	3	170
		Recuento esperado	45,0	71,0	51,0	3,0	170,0
		% del total	26,5%	41,8%	30,0%	1,8%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,198	,051	3,235	,001
		Peso de los fondos de inversion en la cartera financiera del hogar (dependiente)	,128	,039	3,235	,001
		¿Cuál de los siguientes criterios se ajusta más a su idea de invertir? (dependiente)	,439	,106	3,235	,001

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,198	-,002	,056	,089	,301
		Peso de los fondos de inversion en la cartera financiera del hogar (dependiente)	,128	,000	,040	,055	,204
		¿Cuál de los siguientes criterios se ajusta más a su idea de invertir? (dependiente)	,439	,000	,110	,203	,650

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,237	,061	3,235	,001
	Tau-c de Kendall	,114	,035	3,235	,001
	Gamma	,629	,135	3,235	,001
N de casos válidos		170			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,237	-,002	,062	,109	,350
	Tau-c de Kendall	,114	,002	,036	,046	,191
	Gamma	,629	-,004	,142	,301	,881
N de casos válidos		170	0	8	156	184

Apéndice nº 40: Hipótesis H_7

			Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión			Total
			Alto	Medio	Bajo	
¿Desde cuándo invierte en fondos de inversión?	Más de 10 años	Recuento	13	18	6	37
		Recuento esperado	9,1	21,4	6,5	37,0
		% del total	22,8%	31,6%	10,5%	64,9%
		Residuo	3,9	-3,4	-,5	
	Entre 3 y 10 años	Recuento	1	9	2	12
		Recuento esperado	2,9	6,9	2,1	12,0
		% del total	1,8%	15,8%	3,5%	21,1%
		Residuo	-1,9	2,1	-,1	
	Menos de 3 años	Recuento	0	6	2	8
		Recuento esperado	2,0	4,6	1,4	8,0
		% del total	0,0%	10,5%	3,5%	14,0%
		Residuo	-2,0	1,4	,6	
Total		Recuento	14	33	10	57
		Recuento esperado	14,0	33,0	10,0	57,0
		% del total	24,6%	57,9%	17,5%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,248	,102	2,329	,020
		¿Desde cuándo invierte en fondos de inversión? (dependiente)	,235	,099	2,329	,020
		Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión (dependiente)	,262	,109	2,329	,020

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,248	-,007	,104	,030	,436
		¿Desde cuándo invierte en fondos de inversión? (dependiente)	,235	-,005	,101	,028	,423
		Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión (dependiente)	,262	-,005	,113	,022	,480

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,248	,102	2,329	,020
	Tau-c de Kendall	,202	,087	2,329	,020
	Gamma	,465	,175	2,329	,020
N de casos válidos		57			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,248	-,006	,104	,029	,439
	Tau-c de Kendall	,202	-,008	,086	,032	,348
	Gamma	,465	-,013	,185	,042	,792
N de casos válidos		57	0	4	50	63

Apéndice nº 41: Hipótesis H_8

			Frecuencia con la que sigue la evolución de la rentabilidad de sus fondos de inversión			Total
			Anualmente	Trimestralmente	Semanalmente	
Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión	Bajo	Recuento	4	5	1	10
		Recuento esperado	3,3	3,7	3,0	10,0
		% del total	7,0%	8,8%	1,8%	17,5%
		Residuo	,7	1,3	-2,0	
	Medio	Recuento	12	13	8	33
		Recuento esperado	11,0	12,2	9,8	33,0
		% del total	21,1%	22,8%	14,0%	57,9%
		Residuo	1,0	,8	-1,8	
	Alto	Recuento	3	3	8	14
		Recuento esperado	4,7	5,2	4,2	14,0
		% del total	5,3%	5,3%	14,0%	24,6%
		Residuo	-1,7	-2,2	3,8	
Total		Recuento	19	21	17	57
		Recuento esperado	19,0	21,0	17,0	57,0
		% del total	33,3%	36,8%	29,8%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,250	,113	2,166	,030
		Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión (dependiente)	,233	,107	2,166	,030
		Frecuencia con la que sigue la evolución de la rentabilidad de sus fondos de inversión (dependiente)	,269	,121	2,166	,030

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,250	-,002	,116	,009	,469
		Nivel de conocimiento financiero sobre fondos de inversión (dependiente)	,233	-,002	,109	,012	,439
		Frecuencia con la que sigue la evolución de la rentabilidad de sus fondos de inversión (dependiente)	,269	-,002	,125	,011	,506

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,250	,113	2,166	,030
	Tau-c de Kendall	,232	,107	2,166	,030
	Gamma	,394	,171	2,166	,030
N de casos válidos		57			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,250	-,002	,116	,008	,471
	Tau-c de Kendall	,232	-,005	,107	,019	,423
	Gamma	,394	-,006	,175	,008	,713
N de casos válidos		57	0	7	46	69

Apéndice nº 42: Hipótesis H_9

			A la hora de invertir en fondos, ¿compara las rentabilidades históricas de los fondos de su categoría?			Total
			Siempre	A veces	Nunca	
Frecuencia con la que sigue la evolución de la rentabilidad de sus fondos de inversión	Semanalmente	Recuento	11	5	1	17
		Recuento esperado	6,9	3,9	6,3	17,0
		% del total	19,3%	8,8%	1,8%	29,8%
		Residuo	4,1	1,1	-5,3	
	Trimestralmente	Recuento	12	8	1	21
		Recuento esperado	8,5	4,8	7,7	21,0
		% del total	21,1%	14,0%	1,8%	36,8%
		Residuo	3,5	3,2	-6,7	
	Anualmente	Recuento	0	0	19	19
		Recuento esperado	7,7	4,3	7,0	19,0
		% del total	0,0%	0,0%	33,3%	33,3%
		Residuo	-7,7	-4,3	12,0	
Total		Recuento	23	13	21	57
		Recuento esperado	23,0	13,0	21,0	57,0
		% del total	40,4%	22,8%	36,8%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,664	,084	8,015	,000
		Frecuencia con la que sigue la evolución de la rentabilidad de sus fondos de inversión (dependiente)	,671	,087	8,015	,000
		A la hora de invertir en fondos, ¿compara las rentabilidades históricas de los fondos de su categoría? (dependiente)	,656	,082	8,015	,000

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,664	,000	,087	,458	,822
		Frecuencia con la que sigue la evolución de la rentabilidad sus fondos de inversión (dependiente)	,671	,000	,090	,459	,837
		A la hora de invertir en fondos, ¿compara las rentabilidades históricas de los fondos de su categoría? (dependiente)	,656	,000	,086	,460	,815

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,664	,084	8,015	,000
	Tau-c de Kendall	,654	,082	8,015	,000
	Gamma	,816	,080	8,015	,000
N de casos válidos		57			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,664	,000	,087	,459	,823
	Tau-c de Kendall	,654	-,012	,084	,470	,774
	Gamma	,816	-,002	,085	,596	,957
N de casos válidos		57	0	7	46	69

Apéndice nº 43: Hipótesis H_{10}

			A la hora de invertir en fondos, ¿compara las comisiones y gastos de gestión de los fondos de su categoría?			Total
			Siempre	A veces	Nunca	
A la hora de invertir en fondos, ¿compara las rentabilidades históricas de los fondos de su categoría?	Siempre	Recuento	17	5	1	23
		Recuento esperado	8,5	6,1	8,5	23,0
		% del total	29,8%	8,8%	1,8%	40,4%
		Residuo	8,5	-1,1	-7,5	
	A veces	Recuento	4	9	0	13
		Recuento esperado	4,8	3,4	4,8	13,0
		% del total	7,0%	15,8%	0,0%	22,8%
		Residuo	-,8	5,6	-4,8	
	Nunca	Recuento	0	1	20	21
		Recuento esperado	7,7	5,5	7,7	21,0
		% del total	0,0%	1,8%	35,1%	36,8%
		Residuo	-7,7	-4,5	12,3	
Total		Recuento	21	15	21	57
		Recuento esperado	21,0	15,0	21,0	57,0
		% del total	36,8%	26,3%	36,8%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,790	,066	12,221	,000
		A la hora de invertir en fondos, ¿compara las rentabilidades históricas de los fondos de su categoría? (dependiente)	,784	,067	12,221	,000
		A la hora de invertir en fondos, ¿compara las comisiones y gastos de gestión de los fondos de su categoría? (dependiente)	,796	,067	12,221	,000

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,790	,001	,068	,630	,917
		A la hora de invertir en fondos, ¿compara las rentabilidades históricas de los fondos de su categoría? (dependiente)	,784	,001	,069	,622	,916
		A la hora de invertir en fondos, ¿compara las comisiones y gastos de gestión de los fondos de su categoría? (dependiente)	,796	,001	,069	,634	,925

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,790	,066	12,221	,000
	Tau-c de Kendall	,776	,063	12,221	,000
	Gamma	,925	,043	12,221	,000
N de casos válidos		57			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,790	,001	,068	,629	,917
	Tau-c de Kendall	,776	-,013	,066	,645	,862
	Gamma	,925	-,001	,046	,794	,993
N de casos válidos		57	0	7	46	69

Apéndice nº 44: Hipótesis H_{11}

			¿Con qué rentabilidad anual de sus inversiones en fondos se sentiría satisfecho?			Total
			Similar al IPC	Superior al IPC	Muy superior al IPC	
¿Cuál es el porcentaje del capital invertido en fondos cuya pérdida estaría dispuesto a asumir?	Menos del 5%	Recuento	8	13	0	21
		Recuento esperado	3,8	15,7	1,5	21,0
		% del total	14,5%	23,6%	0,0%	38,2%
		Residuo	4,2	-2,7	-1,5	
	Entre el 5% y el 10%	Recuento	1	18	1	20
		Recuento esperado	3,6	14,9	1,5	20,0
		% del total	1,8%	32,7%	1,8%	36,4%
		Residuo	-2,6	3,1	-,5	
	Más del 10%	Recuento	1	10	3	14
		Recuento esperado	2,5	10,4	1,0	14,0
		% del total	1,8%	18,2%	5,5%	25,5%
		Residuo	-1,5	-,4	2,0	
Total		Recuento	10	41	4	55
		Recuento esperado	10,0	41,0	4,0	55,0
		% del total	18,2%	74,5%	7,3%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,398	,101	3,343	,001
		¿Cuál es el porcentaje del capital invertido en fondos cuya pérdida estaría dispuesto a asumir? (dependiente)	,521	,121	3,343	,001
		¿Con qué rentabilidad anual de sus inversiones en fondos se sentiría satisfecho? (dependiente)	,322	,097	3,343	,001

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,398	-,002	,106	,174	,586
		¿Cuál es el porcentaje del capital invertido en fondos cuya pérdida estaría dispuesto a asumir? (dependiente)	,521	,000	,125	,226	,744
		¿Con qué rentabilidad anual de sus inversiones en fondos se sentiría satisfecho? (dependiente)	,322	,001	,097	,129	,512

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,410	,104	3,343	,001
	Tau-c de Kendall	,317	,095	3,343	,001
	Gamma	,744	,158	3,343	,001
N de casos válidos		55			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,410	-,001	,105	,176	,598
	Tau-c de Kendall	,317	-,004	,094	,138	,488
	Gamma	,744	-,002	,164	,326	1,000
N de casos válidos		55	0	4	48	62

Apéndice nº 45: Hipótesis H_{12}

			¿Cómo considera que son las comisiones y gastos de los fondos en los que invierte?			Total
			Razonables	Normales	Excesivos	
La rentabilidad obtenida por sus fondos de inversión se sitúa	Igual o por encima de sus expectativas	Recuento	5	5	1	11
		Recuento esperado	1,7	4,7	4,5	11,0
		% del total	9,8%	9,8%	2,0%	21,6%
		Residuo	3,3	,3	-3,5	
	Por debajo de sus xpectativas	Recuento	3	17	20	40
		Recuento esperado	6,3	17,3	16,5	40,0
		% del total	5,9%	33,3%	39,2%	78,4%
		Residuo	-3,3	-,3	3,5	
Total		Recuento	8	22	21	51
		Recuento esperado	8,0	22,0	21,0	51,0
		% del total	15,7%	43,1%	41,2%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,401	,104	3,183	,001
		La rentabilidad obtenida por sus fondos de inversión se sitúa (dependiente)	,310	,092	3,183	,001
		¿Cómo considera que son las comisiones y gastos de los fondos en los que invierte? (dependiente)	,568	,141	3,183	,001

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,401	-,003	,109	,167	,594
		La rentabilidad obtenida por sus fondos de inversión se sitúa (dependiente)	,310	,000	,093	,120	,487
		¿Cómo considera que son las comisiones y gastos de los fondos en los que invierte? (dependiente)	,568	,002	,146	,241	,832

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,420	,108	3,183	,001
	Tau-c de Kendall	,384	,121	3,183	,001
	Gamma	,781	,141	3,183	,001
N de casos válidos		51			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,420	-,001	,110	,177	,614
	Tau-c de Kendall	,384	-,006	,119	,156	,595
	Gamma	,781	-,006	,154	,377	1,000
N de casos válidos		51	0	4	44	58

Apéndice nº 46: Hipótesis H_{13}

			¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión?		
			Alto	Bajo	Total
La rentabilidad obtenida por sus fondos de inversión se sitúa	Igual o por encima de sus expectativas	Recuento	10	1	11
		Recuento esperado	7,8	3,2	11,0
		% del total	19,6%	2,0%	21,6%
		Residuo	2,2	-2,2	
	Por debajo de sus expectativas	Recuento	26	14	40
		Recuento esperado	28,2	11,8	40,0
		% del total	51,0%	27,5%	78,4%
		Residuo	-2,2	2,2	
Total		Recuento	36	15	51
		Recuento esperado	36,0	15,0	51,0
		% del total	70,6%	29,4%	100,0%

Medidas direccionales

			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,233	,102	2,067	,039
		La rentabilidad obtenida por sus fondos de inversión se sitúa (dependiente)	,211	,099	2,067	,039
		¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión? (dependiente)	,259	,115	2,067	,039

Bootstrap para Medidas direccionales

			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,233	-,004	,103	-,016	,416
		La rentabilidad obtenida por sus fondos de inversión se sitúa (dependiente)	,211	,000	,101	-,014	,408
		¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión? (dependiente)	,259	,000	,119	-,023	,476

Medidas simétricas

		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Aprox. Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,234	,102	2,067	,039
	Tau-c de Kendall	,175	,085	2,067	,039
	Gamma	,687	,291	2,067	,039
N de casos válidos		51			

Bootstrap para Medidas simétricas

		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,234	-,002	,104	-,024	,423
	Tau-c de Kendall	,175	-,003	,085	,010	,333
	Gamma	,687	,010	,299	-,091	1,000
N de casos válidos		51	0	4	44	58

Apéndice nº 47: Hipótesis H_{14}

			¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión?		
			Alto	Bajo	Total
¿Cómo considera las comisiones y gastos de los fondos en los que invierte?	Razonables	Recuento	8	0	8
		Recuento esperado	5,6	2,4	8,0
		% del total	15,7%	0,0%	15,7%
		Residuo	2,4	-2,4	
	Normales	Recuento	16	6	22
		Recuento esperado	15,5	6,5	22,0
		% del total	31,4%	11,8%	43,1%
		Residuo	,5	-,5	
	Excesivas	Recuento	12	9	21
		Recuento esperado	14,8	6,2	21,0
		% del total	23,5%	17,6%	41,2%
		Residuo	-2,8	2,8	
Total		Recuento	36	15	51
		Recuento esperado	36,0	15,0	51,0
		% del total	70,6%	29,4%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,285	,108	2,496	,013
		¿Cómo considera que son las comisiones y gastos de los fondos en los que invierte? **(**dependiente)	,356	,135	2,496	,013
		¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión? (dependiente)	,238	,093	2,496	,013

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,285	-,001	,109	,057	,492
		¿Cómo considera que son las comisiones y gastos de los fondos en los que invierte? (dependiente)	,356	,002	,137	,065	,619
		¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión? (dependiente)	,238	,000	,094	,049	,422

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,291	,110	2,496	,013
	Tau-c de Kendall	,295	,118	2,496	,013
	Gamma	,571	,189	2,496	,013
N de casos válidos		51			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,291	,000	,111	,056	,505
	Tau-c de Kendall	,295	-,005	,116	,069	,508
	Gamma	,571	-,006	,192	,100	,887
N de casos válidos		51	0	4	44	58

Apéndice nº 48: Hipótesis H_{15}

			¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión?		
			Alto	Bajo	Total
Calidad del servicio media ponderada (Cmp)	Por debajo de 0,4208	Recuento	24	6	30
		Recuento esperado	21,2	8,8	30,0
		% del total	47,1%	11,8%	58,8%
		Residuo	2,8	-2,8	
	Por encima de 0,4208	Recuento	12	9	21
		Recuento esperado	14,8	6,2	21,0
		% del total	23,5%	17,6%	41,2%
		Residuo	-2,8	2,8	
Total		Recuento	36	15	51
		Recuento esperado	36,0	15,0	51,0
		% del total	70,6%	29,4%	100,0%

Correlaciones					
					¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión?
Tau b de Kendall	Calidad del servicio media ponderada (Cmp)	Coeficiente de correlación			,247
		Sig. (unilateral)			,040
		N			51
		Bootstrap	Sesgo		-,001
			Error estándar		,140
			Intervalo de confianza al 95% de BCa	Inferior	-,039
				Superior	,520
Rho de Spearman	Calidad del servicio media ponderada (Cmp)	Coeficiente de correlación			,247
		Sig. (unilateral)			,040
		N			51
		Bootstrap	Sesgo		-,001
			Error estándar		,140
			Intervalo de confianza al 95% de BCa	Inferior	-,039
				Superior	,520

Apéndice nº 49: Hipótesis H_{16}

			En comparación con otras alternativas de inversión del mercado, ¿los fondos de inversión han logrado una mejora en la consideración del hogar?		
			Sí	No	Total
¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión?	Alto	Recuento	24	12	36
		Recuento esperado	19,8	16,2	36,0
		% del total	47,1%	23,5%	70,6%
		Residuo	4,2	-4,2	
	Bajo	Recuento	4	11	15
		Recuento esperado	8,2	6,8	15,0
		% del total	7,8%	21,6%	29,4%
		Residuo	-4,2	4,2	
Total		Recuento	28	23	51
		Recuento esperado	28,0	23,0	51,0
		% del total	54,9%	45,1%	100,0%

Pruebas de chi-cuadrado					
	Valor	gl	Sig. asintótica (2 caras)	Significación exacta (2 caras)	Significación exacta (1 cara)
Chi-cuadrado de Pearson	6,842[a]	1	,009		
Corrección de continuidad[b]	5,322	1	,021		
Razón de verosimilitud	6,984	1	,008		
Prueba exacta de Fisher				,013	,010
Asociación lineal por lineal	6,708	1	,010		
N de casos válidos	51				

Apéndice nº 50: Hipótesis H_{17}

			¿Cuál es su predisposición a invertir de nuevo en fondos de inversión?		
			Alta	Baja	Total
¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión?	Alto	Recuento	30	6	36
		Recuento esperado	27,5	8,5	36,0
		% del total	58,8%	11,8%	70,6%
		Residuo	2,5	-2,5	
	Bajo	Recuento	9	6	15
		Recuento esperado	11,5	3,5	15,0
		% del total	17,6%	11,8%	29,4%
		Residuo	-2,5	2,5	
Total		Recuento	39	12	51
		Recuento esperado	39,0	12,0	51,0
		% del total	76,5%	23,5%	100,0%

Correlaciones					
					¿Cuál es su prdedisposición a invertir de nuevo en fondos de inversión?
Tau b de Kendall	¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión?	Coeficiente de correlación			,251
		Sig. (unilateral)			,038
		N			51
		Bootstrap	Sesgo		-,003
			Error estándar		,152
			Intervalo de confianza al 95% de BCa	Inferior	-,059
				Superior	,541
Rho de Spearman	¿Cuál es su grado de satisfacción global con la industria de fondos de inversión?	Coeficiente de correlación			,251
		Sig. (unilateral)			,038
		N			51
		Bootstrap	Sesgo		-,003
			Error estándar		,152
			Intervalo de confianza al 95% de BCa	Inferior	-,059
				Superior	,541

Apéndice nº 51: Hipótesis H_{18}

			¿Consideraría a su sociedad gestora o entidad comercializadora como su primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones?			Total
			Probablemente sí	No estoy seguro, tengo dudas	Probablemente no	
¿Cuál es su predisposición a la hora de invertir de nuevo en fondos de inversión?	Alta	Recuento	27	9	3	39
		Recuento esperado	23,7	10,7	4,6	39,0
		% del total	52,9%	17,6%	5,9%	76,5%
		Residuo	3,3	-1,7	-1,6	
	Baja	Recuento	4	5	3	12
		Recuento esperado	7,3	3,3	1,4	12,0
		% del total	7,8%	9,8%	5,9%	23,5%
		Residuo	-3,3	1,7	1,6	
Total		Recuento	31	14	6	51
		Recuento esperado	31,0	14,0	6,0	51,0
		% del total	60,8%	27,5%	11,8%	100,0%

Medidas direccionales						
			Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,307	,131	2,186	,029
		¿Cuál es su predisposición a la hora de invertir de nuevo en fondos de inversión? (dependiente)	,256	,115	2,186	,029
		¿Consideraría a su sociedad gestora o entidad comercializadora como su primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones? (dependiente)	,385	,163	2,186	,029

Bootstrap para Medidas direccionales							
			Valor	Bootstrap			
				Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
						Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	d de Somers	Simétrico	,307	-,001	,132	,029	,562
		¿Cuál es su predisposición a invertir de nuevo en fondos de inversión? (dependiente)	,256	,001	,115	,023	,490
		¿Consideraría a su sociedad gestora o entidad comercializadora como su primera opción a la hora de realizar nuevas inversiones? (dependiente)	,385	,001	,166	,033	,712

Medidas simétricas					
		Valor	Error estándar asintótico	Aprox. S	Sig.
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,314	,134	2,186	,029
	Tau-c de Kendall	,277	,127	2,186	,029
	Gamma	,588	,192	2,186	,029
N de casos válidos		51			

Bootstrap para Medidas simétricas						
		Valor	Bootstrap			
			Sesgo	Error estándar	Intervalo de confianza al 95% de BCa	
					Inferior	Superior
Ordinal por ordinal	Tau-b de Kendall	,314	,000	,135	,027	,576
	Tau-c de Kendall	,277	-,004	,124	,037	,509
	Gamma	,588	-,017	,205	,075	,893
N de casos válidos		51	0	4	44	58