

A VUELTAS CON LOS FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES: NUEVAS SORPRESAS EN LA DÉCADA 2000-2009

Juan Palacios

A VUELTAS CON LOS FONDOS DE INVERSION ESPAÑOLES: NUEVAS SORPRESAS EN LA DECADA 2000-2009

Juan Palacios¹

Resumen

Este trabajo concluye otro anterior centrado en la década de los noventa sobre este mismo tema. En su conjunto, los dos trabajos abarcan 18 años, por lo que pueden ofrecer conclusiones bastante contrastadas sobre el comportamiento de estos fondos. En el estudio anterior, la rentabilidad de los fondos de renta variable se situó muy por debajo de la de la bolsa. Esta diferencia, mucho mayor que la habitual, se podía explicar por las comisiones de los fondos y por errores importantes y generalizados de sus gestores. Sin embargo, quedaban seis fondos con resultados muy negativos que no tenían una explicación evidente.

En este nuevo estudio hay una mejora significativa en la rentabilidad de los fondos. Su diferencia con la bolsa se ha reducido y no hay evidencia de los frecuentes errores de gestión del período anterior. A pesar de ello, la rentabilidad de los fondos, en su conjunto, sigue siendo poco satisfactoria, y al ritmo de mejora actual pasarán más de diez años antes de que alcancen la situación actual de los fondos americanos, que dista de ser modélica.

En este estudio aparecen tres nuevas sorpresas: 1) los fondos tienen una relación rentabilidad-riesgo inversa, es decir, los más rentables son los de riesgo menor; 2) la aparición de los fondos índice ha sido decepcionante, con resultados inaceptables salvo algún caso concreto, y 3) la diferencia de rentabilidad entre la bolsa y los fondos no se puede explicar sólo por sus gastos conocidos: ¿dónde puede estar la diferencia pendiente?

Decididamente, los fondos de inversión españoles son singulares, lo que los convierte en un tema de investigación muy atractivo.

Palabras clave: mercados financieros, mercados eficientes, bolsa española, fondos de inversión, fondos índice, fondos indexados y entidades de inversión colectiva.

Nota: Agradezco a Fernando Díaz Martín, Asistente de Investigación del IESE, su inapreciable ayuda en la obtención y preparación de los datos utilizados en este estudio.

¹ Profesor Extraordinario, Dirección Financiera, IESE

A VUELTAS CON LOS FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES: NUEVAS SORPRESAS EN LA DÉCADA 2000-2009

Este trabajo concluye otro anterior sobre este mismo tema realizado en 1992-2001¹. En su conjunto, los dos trabajos abarcan un período de tiempo de casi dos décadas: en la primera de ellas, la bolsa subió un 16,3%, mientras que en la segunda sólo lo hizo un 6,2%. Se trata, por tanto, de un período de tiempo suficientemente amplio y representativo para poder llegar a conclusiones bastante fiables sobre el comportamiento de los fondos.

1. Conclusiones

El estudio anterior, centrado en la década de los noventa, llegó a los siguientes resultados:

1. La rentabilidad media de los fondos de renta variable quedó 5,7 puntos por debajo de la de la bolsa.
2. Parte de esta diferencia corresponde a las comisiones medias cobradas por los fondos a sus partícipes, que fueron del 2,4%.
3. La diferencia restante de 3,3 puntos supera a otros gastos no incluidos en las comisiones anteriores, como gastos de negociación de títulos y de gestión y administración, y parece debida en buena parte a errores de gestión en la cartera de los fondos.

Hubo dos tipos de errores. El primero fue la falta de diversificación: cuanto menos diversificada estaba la cartera de un fondo, peores fueron sus resultados; y esto sin ninguna excepción, ya que no hubo ningún fondo poco diversificado que superase en rentabilidad a los que sí lo estaban. El segundo error fue no tener un objetivo estable y bien definido del riesgo de su cartera. Muchos fondos especularon cambiando bruscamente su riesgo asumido, tal vez con la esperanza de anticiparse a los movimientos de la bolsa. La gran mayoría no lo consiguió y cosechó pérdidas importantes en el intento. Aun así, era imposible explicar los resultados de los peores fondos que, en algún caso, se habían quedado a más de diez puntos del índice *todos los años*.

¹ Palacios, Juan y Leticia Álvarez, «Resultados de los fondos de inversión españoles: 1992-2001», documento de investigación del IESE nº 486, 2003. Publicado en *Análisis Financiero*, n.º 93, 2003.

Estos resultados eran sorprendentes, muy distintos a los de otros mercados y enfrentados con la teoría financiera. En finanzas se suele suponer que los mercados son eficientes, es decir, que los precios reflejan toda la información relevante. En estos mercados, la rentabilidad media de la cartera de los fondos de renta variable antes de gastos se aproxima mucho a la de la bolsa después de ajustar por cualquier diferencia de riesgo. En otras palabras: en un mercado eficiente, los gestores de los fondos no superan en promedio a la bolsa, y la rentabilidad obtenida por el inversor es la de la bolsa menos los gastos totales de su fondo. A pesar de ello puede haber excepciones a este comportamiento general, y a veces se puede llegar a encontrar algún fondo con una rentabilidad superior sostenida. Pero es muy poco frecuente.

Las investigaciones sobre fondos en distintos mercados confirman la situación descrita en el párrafo anterior. Por ejemplo, la diferencia entre la bolsa americana y sus fondos ha sido del orden de 2,5 puntos en los últimos años, cantidad que se corresponde bien con sus gastos. Pero los resultados de los fondos españoles en los noventa fueron bastante peores de lo que cabía esperar, y sus gestores se equivocaron casi siempre al intentar anticipar el mercado, o al concentrar su cartera en algunos valores seleccionados. Esto no tiene una explicación fácil; lo normal es que todos estos intentos hubiesen tenido un efecto neutro para el conjunto de los fondos.

¿Ha cambiado esta situación en la última década? Los resultados de los fondos han mejorado significativamente, pero sin llegar a eliminar por completo estas anomalías. Al mismo tiempo han surgido algunas sorpresas que convierten a los fondos españoles en un fascinante tema de investigación, aunque tal vez algo postergado.

La diferencia de rentabilidad con la bolsa se ha reducido, pasando de 5,7 puntos en los años noventa a 4,2 en los últimos diez años. Este es un cambio en la dirección correcta, pero estamos todavía lejos de una situación deseable. A este ritmo de mejora tardaremos más de diez años en alcanzar las cifras que son habituales hoy en Estados Unidos, que tampoco son muy buenas. Sólo tres de los 49 fondos –un 6%– superaron la rentabilidad de la bolsa después del correspondiente ajuste por riesgo, aunque datos fragmentarios de una muestra más amplia indican que esta cifra podía llegar a ser el 10%. Si esta cifra se consolida, estaríamos ante una mejora muy notable que cambia de raíz la situación de hace diez años. Conviene en todo caso acelerar este ritmo de mejora, lo que supone crear competencia orientada a reducir comisiones y otros gastos, y conseguir además la aparición *real* en escena de los fondos índice que hasta ahora han sido una gran decepción.

Ha habido también un descenso significativo en las comisiones medias de gestión con respecto a la década de los noventa, pasando del 2,4 al 2%. A pesar de esta mejora, la mayoría de las comisiones están muy cerca del máximo legal, lo que sugiere poca competencia y clientes poco conocedores de estos costes. En promedio, los fondos con comisiones más bajas fueron más rentables que los fondos caros, lo que está de acuerdo con la teoría.

Salvo alguna excepción puntual, no hay consistencia en los resultados de los fondos a lo largo del tiempo, como ya ocurría en la década anterior. Es decir, que los buenos resultados de un fondo no persisten en el futuro, y viceversa. Este es un resultado normal que confirma la hipótesis del mercado eficiente. Por último, los errores de gestión en la cartera de los fondos, tan evidentes en los años noventa, no se han vuelto a repetir.

En este estudio aparecen tres resultados llamativos. La primera sorpresa es que hay una relación inversa entre la rentabilidad y el riesgo de los fondos, es decir, que los fondos con menos riesgo son los que han tenido rentabilidades más altas, y viceversa. Esta relación es estadísticamente

significativa y es un resultado inesperado en un período como éste de bolsa alcista. Una explicación posible es que los fondos con más riesgo hayan entrado en operaciones especulativas que generan gastos y pérdidas que han acabado por hundir sus resultados. Los fondos con menos riesgo suelen tener carteras estables y no incurren en estos gastos. Es una explicación posible, pero no se ha dispuesto de la información necesaria para poderla confirmar. En cualquier caso, en una situación de rentabilidad-riesgo inversa como ésta, los criterios de inversión contrastados fallan y hay que pensar en invertir de otra forma.

La segunda sorpresa es la decepcionante aparición de los fondos índice en nuestro mercado. Su rentabilidad media anual ha sido del 1,1%, frente al 6,2% de la bolsa, y además su riesgo ha sido mayor que el del índice en todos los casos. Estos resultados son inaceptables y apuntan a una gestión, como mínimo, descuidada. Hubiera sido deseable la intervención del regulador para evitar la venta de estos productos cuando están tan lejos de dar lo que prometen.

Al no encontrar evidencia de errores de gestión importantes como ocurrió en los noventa, nos topamos con la tercera sorpresa. De la muestra de los 49 fondos de este estudio, hay 29 cuya rentabilidad está a más de cuatro puntos de la de la bolsa. Esta diferencia es bastante mayor que la cuantía de sus gastos conocidos. Si no hay errores de gestión importantes, ¿cómo se puede justificar la cantidad que falta?

En resumen, ha habido una mejora clara, aunque algo corta, en los resultados de los fondos, por lo que estos avances deben continuar. Los fondos se pueden dividir en dos grupos según sus resultados. Los mejores, aproximadamente un 10%, han conseguido resultados realmente buenos y son los auténticos responsables del avance observado. En el resto, la mejora es pequeña y sus resultados siguen sin ser satisfactorios.

Ante esta situación, el inversor deberá ser cuidadoso para poder elegir un fondo de los mejores: los que permiten alcanzar la rentabilidad que ofrece el mercado. Para los fondos restantes hay otras alternativas más atractivas, como ciertos ETF o la inversión directa en bolsa diversificando bien la cartera, y controlando bien en ambos casos las comisiones por negociación y custodia de títulos.

2. Los datos

Los fondos incluidos en este estudio pertenecen al grupo “renta variable nacional” según la clasificación de Inverco². La CNMV proporcionó los valores liquidativos mensuales de estos fondos desde diciembre de 1999 hasta diciembre de 2009, así como sus comisiones de gestión y sus gastos efectivos trimestrales correspondientes a estas comisiones. Con estos datos se calculó la rentabilidad mensual de los fondos.

La muestra de la CNMV contenía 193 fondos. De esta muestra se eliminaron 94 fondos que no llegaban a los sesenta datos mensuales de rentabilidad, es decir, a la mitad de las 120 observaciones correspondientes a este período de diez años. La muestra utilizada en este trabajo se redujo así a 99 fondos, de los cuales 18 son fondos índice. Estos 99 fondos se dividieron a su vez en dos grupos. En el primero se incluyen los 49 fondos con la serie de las 120 observaciones mensuales completa. En el segundo están los 50 fondos restantes, que tienen

² Este grupo incluye a los fondos con más del 75% de su cartera invertida en renta variable española. La circular CNMV 1/2009 modificó esta clasificación el último año del período analizado en este trabajo.

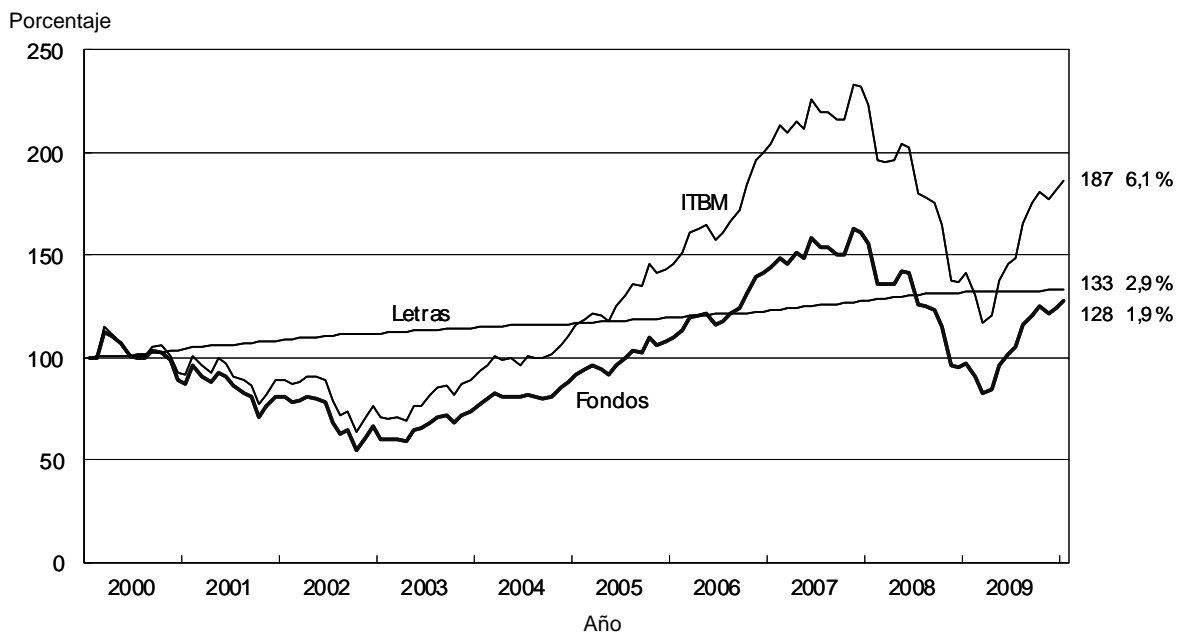
entre 60 y 159 datos. El estudio que sigue se refiere sólo a los fondos del primer grupo con todos los datos completos. Sin embargo, al final del trabajo se comentan los resultados obtenidos por los fondos del segundo grupo, para ver en qué medida afectan a las conclusiones anteriores.

La información anterior permite calcular la rentabilidad y el riesgo de los fondos, y compararlos con los de la bolsa y con los de una inversión sin riesgo. El índice de bolsa utilizado es el Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM), que en su cálculo incluye los dividendos distribuidos por las sociedades que lo forman. Con frecuencia se emplean otros índices, como el Ibx 35, que no son adecuados, al ser únicamente índices de precios que no incluyen dividendos. Para la rentabilidad de la inversión sin riesgo se tomó la de las letras del Tesoro a tres meses. Esta inversión está al alcance de cualquier pequeño inversor que puede comprar letras directamente al Tesoro a través de Internet sin incurrir en costes por comisiones.

3. La rentabilidad de los fondos

Figura 1

Evolución de una inversión en los fondos, en el índice y en letras del Tesoro



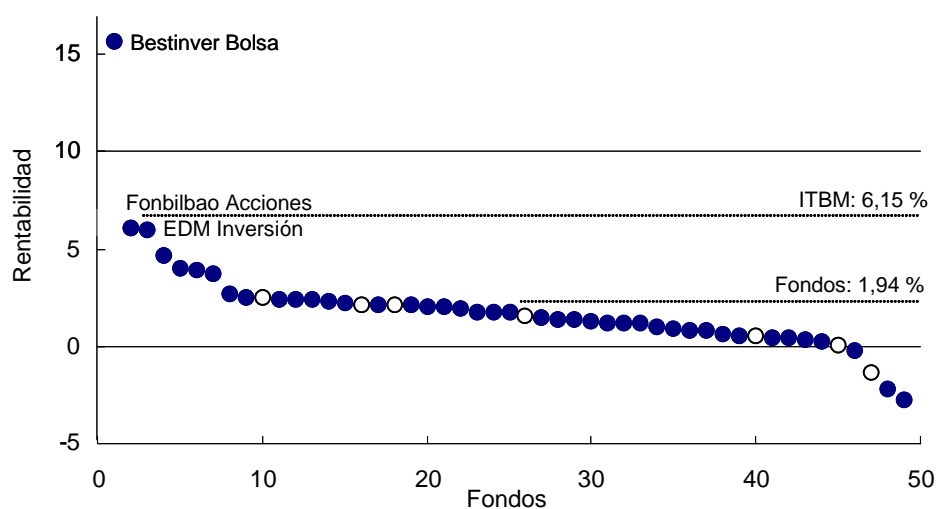
La Figura 1 refleja la evolución de la inversión en los fondos, en el índice de bolsa y en letras del Tesoro³. Una inversión inicial de cien en los fondos se hubiera convertido en 128 diez años después, con una rentabilidad media anual acumulada del 1,9%. Esta rentabilidad está un punto por debajo de las letras del Tesoro y 4,2 puntos por debajo de la bolsa.

³ Esta figura emplea una escala uniforme en lugar de una semilogarítmica. Esto exagera los movimientos de las líneas en la parte superior de la figura, que corresponden a los últimos meses, al compararlos con la evolución al principio del período.

Estos resultados recuerdan a los de los años noventa, cuando los fondos se quedaron 5,7 puntos por detrás de la bolsa. La diferencia se ha reducido en valor absoluto, pero en valor relativo ha aumentado, pasando de una rentabilidad del 65% de la de la bolsa en dicha década, al 32% en los últimos años, en los que la rentabilidad del mercado ha sido menor. Además, en este último período los fondos no superan la rentabilidad de las letras del Tesoro, mientras que sí lo hicieron en los noventa.

Figura 2

Rentabilidad anual acumulada de los fondos
Los puntos blancos corresponden a fondos índice



El Anexo 1 resume los resultados de los 49 fondos en los últimos diez años. Los fondos están ordenados de mejor a peor según su rentabilidad ajustada al riesgo⁴. En la Figura 2 se presenta la rentabilidad real de cada fondo tomada del Anexo 1. Los resultados son bastante homogéneos, con la excepción de los tres primeros y los tres últimos fondos. El mejor fondo es Bestinver, seguido de Fonbilbao Acciones y EDM Inversión. Aunque estos dos últimos fondos son un poco menos rentables que el índice, en realidad ambos superan a la bolsa si se ajustan sus resultados por el riesgo asumido, que ha sido inferior al del mercado. Estos tres fondos son los únicos con resultados superiores a la bolsa. Siguen después cuatro fondos ligeramente destacados del grupo principal.

Los tres fondos descolgados son: Caixa Catalunya Index, Kutxavalor y Unifond Renta Variable I, todos ellos con rentabilidad negativa, mientras que la bolsa subió más de un 6% anual. Estos resultados son difíciles de explicar, como lo eran también los de un grupo de seis fondos que tuvieron el mismo comportamiento en los años noventa. El caso de Caixa Catalunya Index es bien llamativo. Como fondo índice tendría que haber alcanzado una rentabilidad próxima al 6% anual en lugar del -1,3%. ¡Más de 7 puntos de diferencia anual durante diez años!

⁴ Para hacer este ajuste y poder comparar distintas inversiones se suele usar la ratio de Sharpe, que fue la que se empleó en el estudio anterior. En este trabajo se ha utilizado una medida similar, la *relación rentabilidad-riesgo*, que resulta algo más fácil de interpretar y sus diferencias con la ratio de Sharpe a efectos prácticos son inapreciables. Se define como el cociente entre la rentabilidad anual del fondo menos la rentabilidad de las letras dividido entre la volatilidad mensual del fondo.

4. Rentabilidad y riesgo

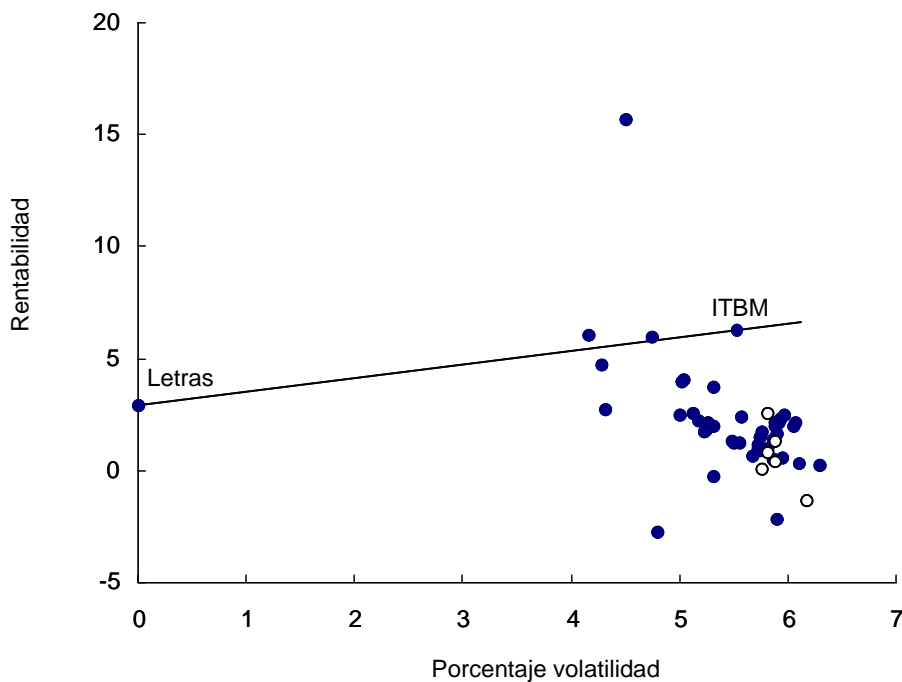
De la diferencia de los 4,2 puntos de rentabilidad entre la bolsa y los fondos en estos últimos diez años, conviene ver qué parte se puede explicar por el distinto nivel de riesgo asumido por estas dos inversiones. En la década de los noventa, los fondos tenían un riesgo menor que el mercado: su volatilidad mensual fue del 5,5%, mientras que la de la bolsa era el 6%; y su beta fue 0,87. Esta diferencia de riesgo permitió explicar hasta 1,15 puntos de la diferencia de rentabilidad entre ambos.

La situación ha cambiado en la última década. Los fondos han mantenido su volatilidad en el 5,5%, pero la volatilidad de la bolsa ha caído hasta coincidir exactamente con esta cifra. Por otra parte, la beta media de los fondos ha subido del 0,87 al 0,97, hasta llegar a ser casi la misma que la del mercado⁵. Por tanto, en el período 2000-2009, la diferencia de riesgo entre la bolsa y los fondos es casi inapreciable y no puede explicar ninguna disparidad entre sus rentabilidades, a diferencia de lo que ocurrió en los noventa.

Figura 3

Rentabilidad y riesgo

Los puntos blancos corresponden a fondos índice



La Figura 3 representa la situación de rentabilidad y riesgo de cada fondo junto con la recta del mercado. Como se puede ver, cuanto mayor ha sido el nivel de riesgo asumido por un fondo, menor ha sido su rentabilidad en promedio. Esta relación inversa es estadísticamente significativa y contradice el principio básico de las finanzas de que para conseguir más rentabilidad hay que asumir más riesgo. Durante estos diez años, los fondos con menos riesgo

⁵ Cuando los fondos están perfectamente diversificados, la volatilidad y la beta son equivalentes y dan los mismos resultados en las comparaciones. Si esto no ocurre, como es nuestro caso con algunos fondos, se producen diferencias entre estos dos criterios.

han sido los más rentables, mientras que los que asumían riesgos mayores se quedaron atrás. Este resultado es completamente inesperado. Cuando la realidad contradice a la teoría de esta forma, las reglas de inversión razonables fallan y hay que pensar en invertir de otra manera.

¿Cómo se ha podido producir este resultado? Hay dos explicaciones posibles. La primera es que la relación inversa entre rentabilidad y riesgo esté presente en los valores de la bolsa española donde operan los fondos, y que éstos lo único que han hecho es trasladarla a sus resultados. La segunda supone que la relación rentabilidad-riesgo de nuestra bolsa es normal, de acuerdo con la teoría, y que este resultado lo producen los fondos con su comportamiento.

No parece existir ningún trabajo reciente que estudie esta relación para los valores españoles en este período. La bolsa española empezó a ajustarse a lo que establece la teoría financiera en este punto a mediados de los sesenta, precisamente con la aparición de los fondos de inversión⁶. Desde entonces su internacionalización ha sido incesante, lo que hace poco probable que se llegue a cumplir la primera hipótesis.

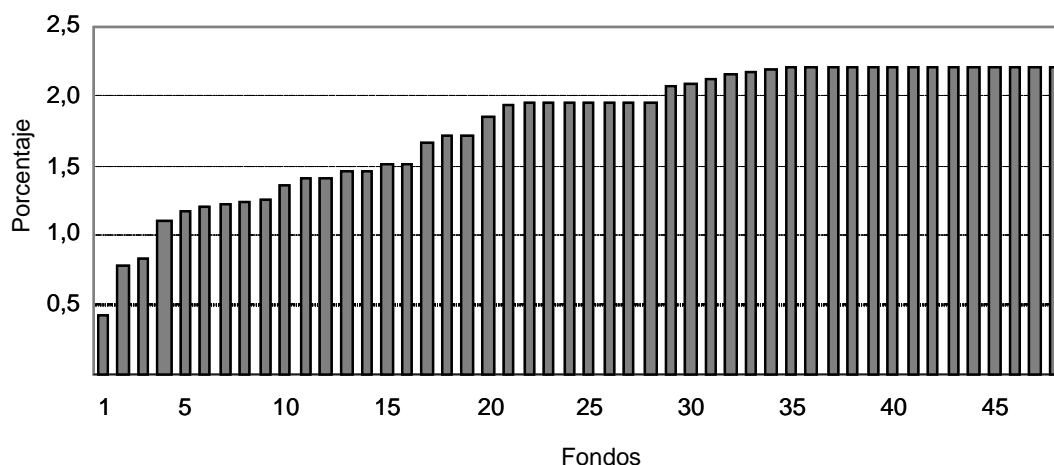
La segunda explicación -que los propios fondos han provocado este efecto- parece más probable. Tal vez los fondos con más riesgo entraron en operaciones especulativas que generaron gastos y pérdidas que, a su vez, deprimieron sus resultados. Los fondos con menos riesgo y carteras más estables no producen estos gastos. Es una explicación probable, pero no se ha dispuesto de la información necesaria para poder confirmarla.

5. Comisiones

La comisión media de gestión de los fondos fue el 1,8%. Si a esta cifra le añadimos la comisión de depósito, llegaremos hasta un 2%, y entonces se puede comparar con la de la década de los noventa, que era del 2,4%. Ha habido, por tanto, un descenso significativo en las comisiones de gestión de los fondos.

Figura 4

Comisiones de gestión de los fondos



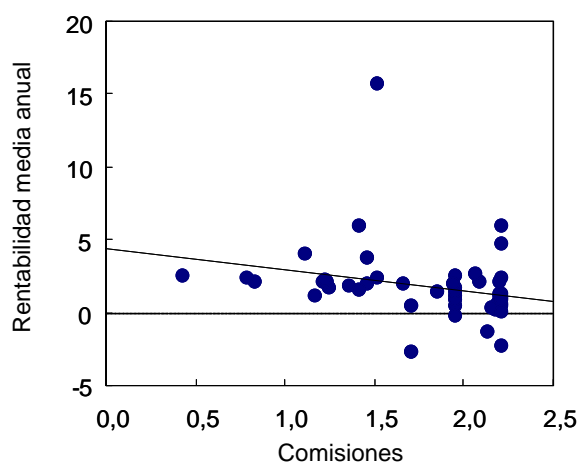
⁶ Palacios, Juan, «The Stock Market in Spain: Tests of Efficiency and Capital Market Theory», tesis doctoral de la Stanford Graduated School of Business, 1973. Un resumen de este trabajo se publicó en: «*International Capital Markets*», editado por E.J. Elton y M.J. Gruber, North-Holland/American Elsevier, Nueva York, 1975.

La Figura 4 recoge las comisiones de gestión de los 49 fondos de la muestra. Se puede ver que más de la mitad de los fondos se concentran en una banda alta próxima al máximo legal. Esto parece indicar que, en general, no existe competencia activa en comisiones. Un efecto parecido a éste se ha estudiado en la banca americana y se denominó *non price competition*. Los bancos trataban de no competir ni en intereses ni en el precio de sus servicios, y en su lugar preferían hacerlo por otros medios, como podía ser la apertura de más oficinas. De esta forma, el cliente de estos bancos pagaba un sobrepago por sus servicios, a cambio, tal vez, de tener su oficina más cerca de casa.

Esta situación se parece a la de nuestros fondos. En la mayoría de los casos el cliente desconoce la comisión que paga y, consecuentemente, no hay mucha competencia en las comisiones. En su lugar, la competencia se desvía a campañas comerciales, promociones y regalos, que poco aportan al inversor, que ha perdido la ventaja de comisiones más bajas.

Figura 5

Comisiones y resultados



La teoría financiera predice que los gestores de los fondos no conseguirán en promedio rentabilidades superiores a la de la bolsa, por lo que, si se cumple, los fondos con comisiones bajas deberían conseguir mejores resultados que los de comisiones altas en igualdad de condiciones. Los datos de la Figura 5 apoyan esta conclusión. En ella se compara la rentabilidad de los fondos con sus comisiones de gestión. A primera vista no parece existir ninguna relación clara entre estas dos variables debido fundamentalmente a que las escalas de los dos ejes son muy distintas.

Sin embargo, si se observa la recta ajustada por mínimos cuadrados, se ve que tiene una pendiente negativa, que resulta ser de $-1,4$. En otras palabras: por cada punto adicional de comisión, la rentabilidad del fondo se reduce 1,4 puntos en promedio, valor incluso algo superior al esperado si hubiera habido una gestión neutra en los fondos. Por tanto, la regla habitual de la teoría financiera de que es mejor invertir en fondos con comisiones bajas se cumple en términos generales, lo que apoya además la hipótesis de que la bolsa española se comporta como un mercado eficiente para la mayoría de los gestores de fondos.

De los 49 fondos, sólo dos de ellos –BNP Paribas Bolsa Española y Foncaixa 33 Bolsa Gestión España– cobraron siempre comisiones sobre resultados. Otros siete lo hicieron en lapsos de

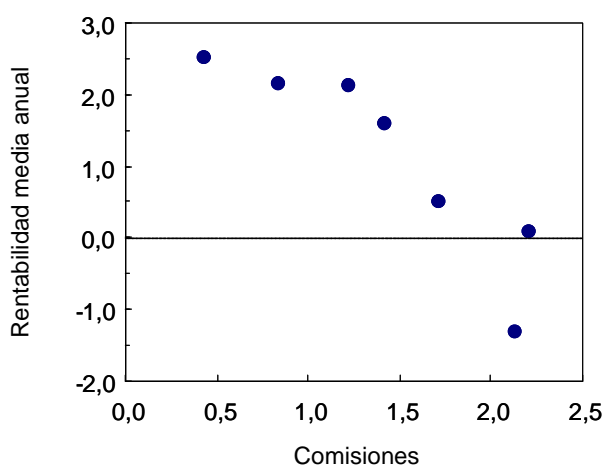
tiempo más reducidos. Estos costes no se han tenido en cuenta porque no tienen un impacto apreciable en las conclusiones anteriores.

6. Los fondos índice

Los fondos índice merecen un comentario aparte. La idea de los fondos índice es que, si el mercado es eficiente para los gestores de fondos, será mejor evitar cualquier tipo de gestión activa y ahorrarse los gastos que comporta y, en su lugar, convendrá buscar un fondo que intente replicar los resultados del índice. De esta forma se eliminan los elevados gastos de la gestión activa y de la negociación de los títulos. En mercados más avanzados que el nuestro, los gastos de los fondos índice llegan a ser el 0,2% anual, por lo que sus resultados se quedan a muy pocas décimas del mercado. Vanguard, la mayor gestora del mundo, ha basado su estrategia en estos productos y su iniciativa ha conseguido que los fondos índice estén desplazando gradualmente a los fondos tradicionales.

Figura 6

Comisiones y resultados de los fondos índice



En nuestra muestra hay siete fondos índice cuyos resultados se presentan en la Figura 6. La rentabilidad media de estos fondos ha sido del 1,1%, frente al 6,2% de la bolsa; y su comisión media de gestión fue el 1,4%. En la figura se ve con claridad la relación inversa entre rentabilidad y comisiones que se comentó en el apartado anterior para el conjunto de los fondos.

Estos resultados, completamente inesperados, son muy malos y no se pueden aceptar para unos fondos que se comercializan como índices. Además, los siete fondos tienen betas superiores a uno. Esto apunta a una gestión poco cuidadosa que se ha olvidado de cuál es el objetivo del fondo. Ante este problema, la actitud del regulador parece un tanto pasiva. Sería conveniente que se revisara la comercialización de estos fondos, advirtiendo de posibles diferencias de rentabilidad con su objetivo, y evitando la confusión y la pérdida que produce en los partícipes de estos fondos.

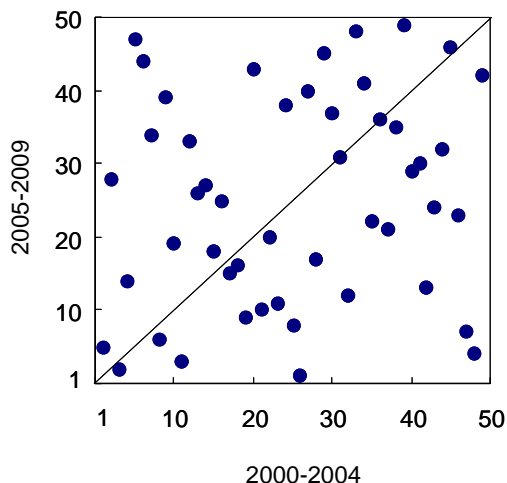
7. Consistencia en los resultados y errores de gestión

Un tema importante para el inversor es saber si los resultados de los fondos son consistentes en el tiempo. Dicho de otra forma, ¿podemos esperar que los fondos con mejores resultados sigan siendo también los mejores en el futuro? Si fuera así, los inversores tendrían un criterio fácil para elegir buenos fondos. Pero esto va contra la hipótesis del mercado eficiente, que descarta esta posibilidad y que predice que estas desviaciones sobre los resultados medios no deben persistir.

Para contestar a esta pregunta se dividió el período 2000-2009 en dos subperíodos iguales, y en cada uno de ellos se ordenaron los fondos según su rentabilidad ajustada al riesgo. La Figura 7 compara estas clasificaciones obtenidas en los dos subperíodos. Si los resultados hubieran sido consistentes, los fondos se alinearían con la diagonal de la figura; pero vemos que esto no ocurre, salvo alguna excepción puntual entre los primeros y los últimos fondos. Por tanto, la buena o mala gestión de un fondo no tiene continuidad en el tiempo, lo que vuelve a confirmar la eficiencia de este mercado. Este resultado es habitual y similar al obtenido en otros países, y también es el que se obtuvo en el estudio anterior de los años noventa.

Figura 7

Fondos ordenados según su rentabilidad ajustada al riesgo en dos subperíodos



En aquel estudio se detectaron errores importantes en la gestión de la cartera de los fondos que ayudaban a explicar la diferencia residual que había entre su rentabilidad y la de la bolsa después de tener en cuenta comisiones y otros gastos. Los fondos de entonces, en lugar de mantener una cartera estable y bien diversificada, hicieron una gestión activa que en vez de mejorar su rentabilidad tuvo el efecto contrario. En este estudio no se ha encontrado evidencia de errores tan importantes y generalizados como los de entonces. Los fondos han optado por tener carteras mucho mejor diversificadas y su gestión ha mejorado claramente.

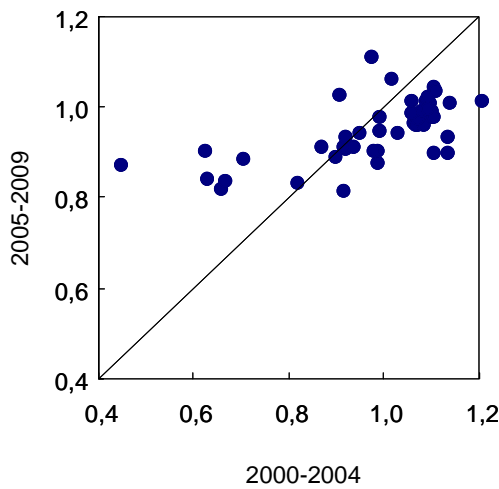
La diversificación de una cartera se puede medir por su correlación con el mercado. Usando esta medida se comprobó que los fondos menos diversificados en los años noventa eran los menos rentables. La relación era nítida y estadísticamente significativa. Esa relación ha desaparecido ahora, en buena parte porque los fondos han estado bien diversificados. La correlación media entre los fondos y la bolsa fue 0,93 en los noventa, con una dispersión importante, y fuertes cambios entre los dos subperíodos en algunos fondos. En cambio, en los últimos diez años esta media ha subido hasta 0,97, y sólo tres de los 49 fondos están por debajo de 0,93, la media del

período anterior. La correlación de los 46 fondos restantes con el mercado es casi perfecta, lo que indica que están bien diversificados y que no han repetido los errores de los noventa, cuando concentraron su cartera en valores distintos a los representados por el índice.

La otra fuente de errores en aquella década fue la falta de objetivos de riesgo estables en los fondos. Su riesgo cambiaba bruscamente en el tiempo, y casi siempre en sentido contrario al que hubiera convenido según los movimientos del mercado. En la Figura 8 se puede ver lo que ha ocurrido con la beta de los fondos en los últimos diez años, que, como antes, se ha dividido en dos subperíodos.

Figura 8

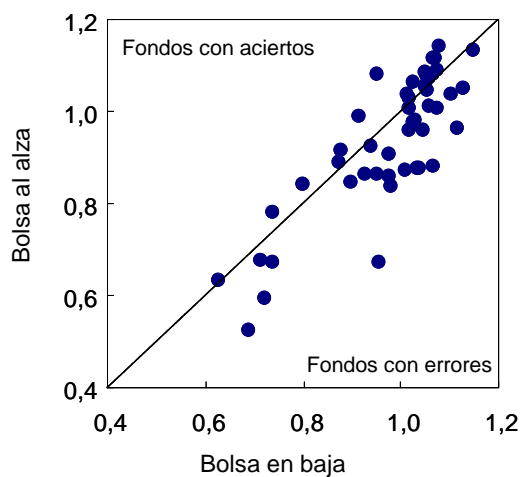
Fondos ordenados según su beta en dos subperíodos



Si los fondos no hubieran modificado su riesgo en estos dos subperíodos, sus puntos se habrían alineado con la diagonal de la figura. Vemos que esto no sucede exactamente así, pero ya no hay desviaciones tan importantes como las que se producían en la década anterior. La excepción se produce sólo con los seis fondos con una beta baja en el primer subperíodo, que luego aumenta en el segundo. Como el primer subperíodo corresponde a una bolsa plana y el segundo es moderadamente alcista, estos seis fondos debieron beneficiarse con este cambio en su riesgo.

Figura 9

Betas en la bolsa al alza y a la baja



En la Figura 9 se puede ver mejor esta relación para el conjunto de los fondos. En esta figura los dos subperíodos correlativos de la figura anterior se han sustituido por un período de bolsa en baja y otro de bolsa en alza. El primero recoge los 60 meses de rentabilidad más baja de la bolsa, y el segundo, los 60 de rentabilidad mayor en este período. El alineamiento de los fondos con la diagonal es ahora más claro que el de la figura anterior. Esto indica una relativa estabilidad en el riesgo de las carteras, que no se llegó a producir en la década anterior.

La diagonal divide la figura en dos partes. En la parte inferior derecha están los fondos que tuvieron una beta mayor cuando la bolsa bajaba que cuando subía. En la superior izquierda, los que tuvieron el comportamiento contrario. Los primeros son fondos que no ajustaron su riesgo en la dirección deseable marcada por los movimientos del mercado, y sus errores han debido reducir su rentabilidad. Los fondos situados en la otra mitad son menos numerosos y están más cerca de la diagonal en promedio.

Aunque los fondos con errores superan a los fondos con aciertos en esta figura, la diferencia es mucho menos marcada que en la década anterior. En su conjunto, los fondos que han intentado anticipar los movimientos de la bolsa con cambios de riesgo no han acertado. Pero la importancia de este efecto no parece que contribuya mucho a explicar la diferencia entre la rentabilidad de la bolsa y la de los fondos, como ocurrió en los años noventa.

8. Fondos con datos incompletos

El Anexo 2 presenta algunos resultados obtenidos por los fondos con la serie de datos incompleta. Los períodos de tiempo examinados para cada fondo son distintos y bastante heterogéneos, lo que complica su evaluación. No obstante, estos resultados parecen mejorar algo los anteriores, pero sin cambiar mucho las conclusiones alcanzadas previamente.

Los fondos siguen siendo menos rentables que la bolsa, pero reducen su desventaja de 4,2 a 3,1 puntos. Este avance no es fácil de interpretar con tantos períodos heterogéneos. Lo que ha mejorado claramente es el número de fondos que superan a la bolsa, que ahora son seis⁷. Además, todos ellos consiguieron este resultado asumiendo un riesgo inferior al del mercado. Con estos datos, el porcentaje de fondos que superan a la bolsa se situaría en el 10% para el conjunto de las dos muestras con 99 fondos. Como ocurría en el caso anterior, hay también tres fondos descolgados con diferencias de rentabilidad de más de 8 puntos anuales con relación a la bolsa⁸.

Sigue existiendo una relación inversa entre rentabilidad y riesgo de los fondos, con un coeficiente de correlación de -0,5. Pero esta cifra es engañosa, ya que está fuertemente determinada por Bestinfond, que ha conseguido una rentabilidad ocho veces mayor que la de la bolsa con una beta de sólo 0,47. Si se excluye a este fondo, la correlación para los restantes cae al -0,2, un resultado mucho más bajo que nos indica la ausencia de una relación rentabilidad-riesgo clara y significativa en estos fondos.

⁷ Son los siguientes: Bestinfond (muy destacado y que pertenece a la misma gestora que Bestinver Bolsa, el mejor fondo del grupo anterior), Eurovalor Bolsa Española, Barclays Bolsa Española Selección, Metavalor, Sabadell Bs España Dividendo y Foncaixa Bolsa Gestión España. A este grupo se puede añadir también Catalana Occidente Bolsa Española, que prácticamente iguala a la bolsa después de ajustar por diferencias de riesgo.

⁸ Estos fondos son: Beta España Valor, Bolsatlántico y Espirito Santo Bolsa España.

También han mejorado los resultados de los once fondos índice incluidos en esta muestra. La mejora se concentra sobre todo en cuatro de ellos, cuya diferencia con el índice es menor de 2 puntos. En el caso de Serfiex, esta diferencia es de sólo 0,5 puntos –muy aceptable–, lo que lo convierte en una excepción notable dentro de los malos resultados de este tipo de fondos⁹. La media de las diferencias de los siete fondos restantes sube hasta 3,5 puntos, que, aunque bastante mejor que los 5,1 puntos de los fondos índice de antes, sigue siendo excesiva e inaceptable.

Como ocurrió con la muestra anterior, casi todos los fondos tuvieron coeficientes de correlación altos muy próximos a uno, por lo que no aparecen errores producidos por una diversificación insuficiente.

⁹ Además de Serfiex Ibex 35 Index, los otros tres fondos son: Uno-E Ibex 35 a 1,1 puntos del índice; Openbank Ibex 35, a 1,7, y Vital Ibex Índice, a 1,8.

Anexo 1

Resultados: 2000-2009 *

Ordenados según su relación rentabilidad-riesgo
Los fondos en negrita son fondos índice

	Fondo	Ra.	Vol.	Alfa	Beta	Corr.	R/V
1	Bestinver Bolsa	15,68	4,5	0,82	0,64	0,79	2,831
2	Fonbilbao Acciones	6,05	4,2	0,03	0,73	0,97	0,754
3	EDM-Inversión	5,96	4,8	0,03	0,79	0,92	0,643
4	Bankoa Bolsa	4,69	4,3	-0,07	0,75	0,96	0,417
5	BK Bolsa España 2	4,07	5,0	-0,14	0,87	0,96	0,231
6	Fonpastor Renta Variable	3,95	5,0	-0,16	0,89	0,99	0,209
7	Bancaja Renta Variable	3,73	5,3	-0,18	0,95	0,99	0,156
8	Caixasabadell 7-R.V.	2,53	5,8	-0,29	1,04	0,99	-0,063
9	Renta 4 Bolsa	2,47	6,0	-0,29	1,04	0,97	-0,073
10	Lloyds Bolsa	2,32	5,9	-0,31	1,06	0,99	-0,099
11	BK Futuro Ibex	2,40	5,6	-0,29	0,99	0,98	-0,090
12	Banif Rv Española	2,12	6,1	-0,32	1,08	0,99	-0,129
13	March Valores	2,55	5,1	-0,28	0,92	0,99	-0,068
14	Madrid Bolsa Oportunidad	2,16	5,9	-0,32	1,06	0,99	-0,126
15	Santander Índice España	2,14	5,9	-0,32	1,05	0,99	-0,130
16	BBVA Bolsa Plus	2,01	6,1	-0,33	1,08	0,99	-0,147
17	BBVA Bolsa Índice	2,72	4,3	-0,22	0,73	0,93	-0,041
18	Caja Laboral Bolsa	2,44	5,0	-0,28	0,89	0,99	-0,092
19	BBK Bolsa	1,95	5,9	-0,33	1,04	0,98	-0,161
20	Ibercaja Bolsa	2,21	5,2	-0,30	0,91	0,98	-0,134
21	Fonpenedes Borsa	2,15	5,3	-0,31	0,94	0,99	-0,143
22	Altae Bolsa	2,00	5,3	-0,32	0,95	0,99	-0,169
23	Santander Rv España Reparto	1,76	5,8	-0,35	1,03	0,99	-0,197
24	Foncaixa 33 Bolsa Gestión España	1,61	5,9	-0,37	1,05	0,99	-0,219
25	Fondespaña Bolsa	1,80	5,2	-0,34	0,93	0,98	-0,209
26	Segurfondo Renta Variable	1,43	5,9	-0,26	0,76	0,72	-0,251
27	CAN Acciones	1,49	5,7	-0,37	1,03	0,99	-0,246
28	Crédit Suisse Bolsa	1,72	5,2	-0,34	0,93	0,98	-0,226
29	Beta Acciones	1,29	5,9	-0,39	1,04	0,98	-0,274
30	Santander Acciones Españolas	1,35	5,5	-0,38	0,97	0,98	-0,283

(continúa)

* Las columnas de la tabla se refieren a los siguientes conceptos:

Ra. Rentabilidad media anual acumulada para todo el período.

Vol. Volatilidad: desviación estándar de la rentabilidad mensual.

Alfa. Coeficiente alfa de la regresión de la rentabilidad mensual del fondo menos la de la letra del Tesoro sobre el valor equivalente del ITBM.

Beta. Coeficiente beta de cada fondo calculado sobre el ITBM.

Corr. Coeficiente de correlación entre la rentabilidad del fondo y la del mercado (ITBM).

R/V. Relación rentabilidad-riesgo: cociente de la rentabilidad anual del fondo menos la rentabilidad de las letras, dividido entre su volatilidad.

Anexo 1 (continuación)

Resultados: 2000-2009 *

Ordenados según su relación rentabilidad-riesgo
Los fondos en negrita son fondos índice

	Fondo	Ra.	Vol.	Alfa	Beta	Corr.	R/V
31	Ahorro Corporación Acciones	1,16	5,7	-0,40	1,02	0,98	-0,303
32	BNP Paribas Bolsa Española	1,23	5,5	-0,38	0,96	0,97	-0,304
33	Banesto Renta Variable Española	1,21	5,6	-0,39	0,99	0,99	-0,305
34	PBP Bolsa España	0,99	5,8	-0,42	1,04	0,99	-0,329
35	Cajaburgos Bolsa	0,95	5,7	-0,42	1,02	0,98	-0,341
36	Cajasol Bolsa I	0,84	5,8	-0,42	1,02	0,98	-0,355
37	Foncaixa Privada Bolsa	0,87	5,7	-0,42	1,02	0,98	-0,353
38	Barclays Bolsa España	0,58	5,9	-0,44	1,04	0,97	-0,390
39	Caixatarragona Bolsa 35	0,23	6,3	-0,48	1,12	0,98	-0,424
40	CAM Bolsa Índice	0,33	6,1	-0,44	1,02	0,93	-0,421
41	Madrid Bolsa	0,68	5,7	-0,44	1,01	0,98	-0,391
42	DWS Acciones	0,50	5,9	-0,46	1,05	0,99	-0,408
43	Bolsalider	0,49	5,9	-0,46	1,05	0,99	-0,410
44	BBVA Bolsa	0,44	5,9	-0,46	1,04	0,98	-0,419
45	Rural Índice	0,09	5,8	-0,49	1,03	0,99	-0,487
46	Cartera Variable	-0,24	5,3	-0,51	0,94	0,98	-0,592
47	Caixa Catalunya Index	-1,31	6,2	-0,60	1,08	0,97	-0,683
48	Kutxavalor	-2,22	5,9	-0,68	1,05	0,98	-0,867
49	Unifond Renta Variable I	-2,73	4,8	-0,69	0,82	0,95	-1,172
	Media	1,94	5,5	-0,33	0,97	0,97	-0,175
	Máximo	15,68	6,30	0,82	1,12	0,99	2,831
	Mínimo	-2,73	4,17	-0,69	0,64	0,72	-1,172
	ITBM	6,15	5,5	0,00	1,00	1,00	0,586
	Letras a 3 meses	2,90	0,1		0,00	-0,22	0,000

* Las columnas de la tabla se refieren a los siguientes conceptos:

Ra. Rentabilidad media anual acumulada para todo el período.

Vol. Volatilidad: desviación estándar de la rentabilidad mensual.

Alfa. Coeficiente alfa de la regresión de la rentabilidad mensual del fondo menos la de la letra del Tesoro sobre el valor equivalente del ITBM.

Beta. Coeficiente beta de cada fondo calculado sobre el ITBM.

Corr. Coeficiente de correlación entre la rentabilidad del fondo y la del mercado (ITBM).

R/V. Relación rentabilidad-riesgo: cociente de la rentabilidad anual del fondo menos la rentabilidad de las letras, dividido entre su volatilidad.

Anexo 2

Fondos con datos incompletos: 2000-2009*

Ordenados según la diferencia entre su rentabilidad y la del índice
Los fondos en negrita son fondos índice

Fondo	Ra.	ITBM	Ra-IT	Beta	Corr.	Ultimo	n
1 Bestinfond	21,5	2,6	19,0	0,47	0,99	abr.-2005	64
2 Eurovalor Bolsa Española	11,0	7,5	3,6	0,79	0,97	dic.-2009	104
3 Barclays Bolsa España Selección	9,8	6,5	3,3	0,78	0,99	dic.-2009	115
4 Metavalor	9,9	7,8	2,0	0,74	0,98	dic.-2009	103
5 Sabadell Bs España Dividendo	11,5	9,7	1,8	0,85	0,99	dic.-2009	93
6 Foncaixa Bolsa Gestión España	13,0	12,8	0,2	0,99	0,87	sept.-2009	74
7 Serfiex Ibx 35 Indice	11,1	11,6	-0,5	0,99	0,81	dic.-2009	69
8 Uno-E Ibx 35	13,1	14,2	-1,1	1,01	0,98	dic.-2009	86
9 Catalana Occidente Bolsa Española	14,0	15,1	-1,2	0,92	0,98	dic.-2009	82
10 Aviva Espabolsa	6,5	7,8	-1,3	0,90	0,98	dic.-2009	103
11 Openbank Ibx 35	13,3	15,0	-1,7	1,00	0,86	dic.-2009	83
12 Fondo Valencia Renta Variable	12,4	14,2	-1,8	0,93	0,83	dic.-2009	86
13 Vital Ibx Indice	9,2	11,0	-1,8	0,95	0,98	dic.-2009	70
14 Foncaixa 65 Bolsa Indice España	9,7	12,0	-2,3	1,00	0,93	dic.-2009	72
15 ING Direct Fondo Naranja Ibx 35	7,5	9,9	-2,4	1,03	0,78	dic.-2009	94
16 Espirito Santo España Bolsa	13,4	15,8	-2,4	1,03	0,98	dic.-2009	87
17 Renta 4 Ibx 35	10,9	13,3	-2,4	1,01	0,97	dic.-2009	78
18 Cajasur Hispania	7,5	10,1	-2,6	0,94	0,99	dic.-2009	91
19 Gesconsult Renta Variable	5,1	8,0	-2,8	0,70	0,99	dic.-2009	109
20 Allianz Bolsa	2,1	5,0	-2,9	0,89	0,97	dic.-2009	118
21 Urquijo Bolsa	7,6	10,9	-3,2	0,81	0,97	oct.-2007	94
22 Liberty Spanish Stock Market Index	6,3	9,6	-3,4	1,03	0,99	dic.-2009	96
23 Santander Acciones Españolas Plus	2,5	5,9	-3,4	0,99	0,95	sept.-2009	117
24 Foncaixa 117 Cartera Bolsa España	9,4	12,8	-3,4	0,98	0,79	dic.-2009	76
25 Fibanc Indice	6,0	9,6	-3,6	1,01	0,99	sept.-2009	90
26 Sabadell Bs España Bolsa	5,4	9,2	-3,7	1,02	0,99	dic.-2009	101
27 UBS España Gestión Activa	8,3	12,2	-3,9	1,08	0,98	sep.-2009	64
28 Medivalor	-0,3	3,9	-4,2	1,06	0,94	jun.-2009	114
29 Río Trueba	3,4	7,7	-4,3	0,68	0,98	jun.-2008	92
30 Madrid Bolsa Oportunidad Elección	11,2	15,6	-4,4	0,98	0,99	dic.-2009	81

(continúa)

* Las columnas de la tabla se refieren a los siguientes conceptos:

Ra. Rentabilidad media anual acumulada del fondo.

ITBM. Rentabilidad media anual acumulada del índice ITBM en el mismo período.

Ra-IT. Diferencia de rentabilidad entre el fondo y el índice.

Beta. Coeficiente beta de cada fondo calculado sobre el ITBM.

Corr. Coeficiente de correlación entre la rentabilidad del fondo y la del mercado (ITBM).

Ultimo. Mes que corresponde a la última observación disponible del fondo.

n. Número de observaciones disponibles. Como todas las observaciones son correlativas, con este dato y el anterior se puede deducir el mes al que corresponde la primera observación.

Anexo 2 (continuación)

Fondos con datos incompletos: 2000-2009*

Ordenados según la diferencia entre su rentabilidad y la del índice
Los fondos en negrita son fondos índice

Fondo	Ra.	ITBM	Ra-IT	Beta	Corr.	Ultimo	n
31 Ahorro Corporación Ibex-35 Índice	11,3	15,8	-4,5	0,89	0,84	dic.-2009	87
32 Santander Top 25 España	1,4	5,9	-4,5	1,06	0,99	sept.-2009	117
33 DWS Bolsa Instituciones	-2,9	1,7	-4,5	1,05	0,97	mar.-2009	111
34 BK Bolsa España	1,3	5,8	-4,6	0,83	0,97	dic.-2009	116
35 Citifondo Renta Variable	1,8	6,5	-4,7	0,98	0,97	dic.-2009	119
36 Safei Oportunidad España	3,1	7,8	-4,7	1,01	0,99	dic.-2009	103
37 Eurovalor Bolsa	2,1	6,8	-4,7	0,84	0,99	dic.-2009	110
38 Banif Acciones Españolas	0,6	5,6	-5,1	1,01	0,99	ago.-2009	116
39 Almagro Valores	-1,3	3,7	-5,1	0,93	0,98	may.-2009	113
40 Fondgallego 21 Bolsa	-2,2	3,2	-5,4	1,04	0,99	nov.-2008	107
41 Ibersecurities Bs Bolsa Activa	6,9	12,4	-5,5	0,92	0,99	ago.-2009	73
42 Banif Alpha Rv España	7,4	13,4	-6,0	0,83	0,92	ago.-2009	71
43 Urquijo Índice	4,8	10,9	-6,1	0,88	0,99	oct.-2007	94
44 BI Iberacciones	-0,5	5,7	-6,1	1,03	0,99	nov.-2005	71
45 Banif Acciones Españolas	-3,9	2,3	-6,2	1,00	0,93	dic.-2004	60
46 Espirito Santo B. Española Selecc.	15,4	22,1	-6,7	0,79	0,74	abr.-2008	63
47 Safei Bolsa Activa	3,7	11,2	-7,5	1,03	0,96	jun.-2008	79
48 Beta España Valor	6,7	14,7	-8,0	0,64	0,93	dic.-2009	84
49 Bolsatlántico	-5,5	3,0	-8,6	0,94	0,98	mar.-2005	63
50 Espirito Santo Bolsa España	-7,1	2,6	-9,7	1,10	0,98	abr.-2005	64
Medias	6,3	9,4	-3,1	0,93	0,95		
Maximo	21,5	22,1	18,99	1,10	0,99		
Mínimo	-7,1	1,7	-9,67	0,47	0,74		

* Las columnas de la tabla se refieren a los siguientes conceptos:

Ra. Rentabilidad media anual acumulada del fondo.

ITBM. Rentabilidad media anual acumulada del índice ITBM en el mismo período.

Ra-IT. Diferencia de rentabilidad entre el fondo y el índice.

Beta. Coeficiente beta de cada fondo calculado sobre el ITBM.

Corr. Coeficiente de correlación entre la rentabilidad del fondo y la del mercado (ITBM).

Ultimo. Mes que corresponde a la última observación disponible del fondo.

n. Número de observaciones disponibles. Como todas las observaciones son correlativas, con este dato y el anterior se puede deducir el mes al que corresponde la primera observación.