



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

ANÁLISIS PERSISTENCIA EN FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA FIJA

VÍCTOR M. ARAGÓN SESMA

DIRECTOR

Luís Fernando Muga

Pamplona –Iruña

13 de Junio de 2014

1. RESUMEN

En este estudio se evalúa la persistencia de los fondos de inversión de renta fija, a corto y a largo plazo, desde 2009 a 2013 inclusive. Dicho estudio es relevante ya que los fondos de inversión se han configurado como destino preferente de los ahorros familiares en los países industrializados. Los fondos de inversión cada vez tiene mayor peso en el producto interior bruto de muchos países.

En este trabajo se estudian si los fondos de inversión con mejores rentabilidades son los que tienen mayor patrimonio, mayor valor de suscripciones netas, mayor número de reembolsos y mayor número de partícipes.

Por último se citan algunas de las posibles causas de los resultados según la coyuntura económica del periodo analizado y según el Grupo Financiero comercializador de dichos fondos.

2. PALABRAS CLAVE

Fondos de Inversión, Comercializador, Partícipes, Valor liquidativo, Persistencia

3. ÍNDICE

1. Resumen	pp. 3
2. Palabras clave	pp. 3
3. Índice	pp. 4
4. Introducción	
1. Situación económica	pp. 5
2. Fondos de inversión	pp. 5-7
1. Definición	
2. Características principales	
3. Fondos de inversión de renta fija	pp. 8-9
1. Definición	
2. Características principales	
5. Descripción trabajo a realizar	pp. 10-11
6. Resultados	
1. Descriptivos muestra	pp. 12-13
2. Descripción de los resultados	pp. 13-24
1. Análisis persistencia	
2. Efecto tamaño	
3. Suscripciones y reembolsos	
4. Partícipes	
5. Comercializadores	
6. Tipo de inversión	
7. Conclusiones	pp. 25-27
8. Bibliografía	pp. 28
9. Anexos	pp. 29-31

4. INTRODUCCIÓN

4.1 Situación económica

El año 2013 se ha caracterizado por una ligera recuperación de la actividad económica tras más de dos años de recesión. No obstante, las familias españolas soportaron de nuevo en 2013 una reducción de su renta disponible hasta niveles similares al 2007.

La tasa de ahorro de los hogares españoles se recuperó ligeramente, hasta alcanzar en el tercer trimestre del 2013 un 10,5% de la renta disponible, siendo previsible que se mantenga a cierre de 2013. Si se confirman las buenas previsiones para 2014, es probable un ligero crecimiento de la renta disponible de las familias.

La estructura del ahorro de las familias españolas (muy concentrada en el sector inmobiliario) conlleva riesgos relevantes: los países con una proporción superior de activos inmobiliarios (como el caso de España), han sufrido un deterioro mayor de su riqueza total frente a aquellos que asignaban una mayor proporción de su renta a la adquisición de activos financieros. La caída del precio de los activos inmobiliarios durante la crisis ha generado pérdidas importantes del valor de la riqueza inmobiliaria de los hogares españoles. En cambio, la riqueza financiera neta ha descendido con mucha menor intensidad.

Según el informe de estabilidad financiera del Banco de España publicado en Mayo de 2013, el perfil conservador del inversor español se manifiesta en la composición de su cartera de activos. Los depósitos bancarios seguían siendo en 2013 el producto financiero con mayor ponderación, representando el 41,7% del total de los activos. No obstante, la ponderación sobre el total de activos de los hogares habría disminuido en 2013 (41,7% en 2013 frente al 42,9% en 2012).

El activo financiero que logró captar el mayor interés inversor de las familias durante el año fueron los fondos de inversión: el saldo de participaciones de fondos en poder de los hogares aumentó en más de un 24% durante 2013. Los productos de desintermediación bancaria, fondos de inversión, fondos de pensiones, seguros, además de la inversión directa, representaba ya más de la mitad del total de la cartera de los hogares españoles (50,1% del total).

El viento económico y financiero sigue soplando a favor de las instituciones de inversión colectiva. Tras varios ejercicios nefastos, marcados por la fuga masiva de fondos hacia modalidades de ahorro más seguras, las tornas han cambiado y el dinero fluye hacia los fondos de inversión.

4.2. Fondos de inversión

4.2.1. Definición:

Son patrimonios, sin personalidad jurídica, pertenecen a una pluralidad de inversores, llamados partícipes, administrados por una sociedad gestora y con el concurso de un depositario. Es decir, aportaciones de dinero realizadas por personas físicas o jurídicas, que encomiendan su gestión y administración a profesionales de la gestión de activos.

Para la promoción de los fondos de inversión existe una tercera entidad, el comercializador (Cajas de ahorro, bancos, aseguradoras...), encargado de ofrecer y vender sus fondos de inversión a los particulares principalmente.

El patrimonio de un fondo se divide en partes alícuotas, llamadas participaciones, que conceden al partícipe una serie de derechos:

- Propiedad: Los partícipes son los copropietarios del fondo, si bien ceden el dominio a la gestora.
- Igualdad: Cada participación tiene el mismo valor. Por tanto el rendimiento a obtener por cada partícipe es el mismo independientemente de su aportación.

Las participaciones poseen un valor liquidativo diferente cada día, resultante de dividir el valor del patrimonio neto del fondo (suma de la valoración de todos sus activos que configuran el patrimonio, menos los gastos inherentes a su gestión) entre el número de participaciones existentes.

Los fondos de inversión no ofrecen nunca una rentabilidad fija, sino que funcionan de acuerdo a una referencia a batir o benchmark. Por lo general, los rendimientos de los fondos de inversión son acumulativos, por lo que no se reparten (salvo que así lo defina el fondo) y se reinvierten en el propio fondo.

El benchmark es la unidad de medida a batir por cada fondo de inversión, es una referencia que se utiliza para poder comparar otros elementos. Frecuentemente los fondos de inversión toman como benchmark el índice del país, normalmente el IPC, para saber si lo están administrando bien. El objetivo es situarse por encima de este benchmark.

4.2.2. Características Principales:

- Seguridad: Las sociedades gestoras cuentan con profesionales que estudian y conocen el mercado de capitales. Éstas están bajo el control e inspección de la CNMV. Los fondos deben estar registrados en la CNMV, comunicar la adquisición y variación de participaciones significativas, informes trimestrales y anuales, memoria y auditorías anuales y cualquier hecho relevante que pueda afectar a su funcionamiento.
- Diversificación: El patrimonio de los fondos es suficientemente elevado como para permitir construir una cartera de títulos variados, combinando distintos plazos, rentabilidades y volatilidades, disminuyendo así el riesgo de la cartera.
- Gestión Profesionalizada: De la gestión del fondo se encarga una gestora compuesta por un conjunto de expertos en los diferentes mercados financieros con amplios medios humanos y materiales, que permiten al partícipe del fondo acceder a mercados a los que de forma individual le sería muy difícil llegar.
- Información: El partícipe dispone de toda la información referente al fondo en el que va a invertir, antes de la contratación (folleto explicativo, reglamento, memoria), durante la vida del fondo de inversión (informe mensual, trimestral y libreta) y en el momento de realizar el reembolso (liquidación del fondo).

- **Liquidez:** Por norma general los fondos de inversión se pueden recuperar en cualquier momento mediante el reembolso de sus participaciones. En los Fondos de Inversión la liquidez está garantizada por Ley, en el plazo máximo de 3 días hábiles.

En los fondos de inversión garantizados puede que la liquidez no sea inmediata. Existen fondos de inversión garantizados que hasta fecha de vencimiento el importe no se puede recuperar o puede que existan “ventanas de liquidez” (días concretos en los que se puede notificar el deseo de rembolsar total o parcialmente).

- **Comisiones:** Los fondos aplican las siguientes comisiones:
 - Comisiones de gestión y depósito utilizadas para pagar los servicios de la entidad gestora y de la depositaria.
 - Comisiones de suscripción y reembolso se aplican en el momento de la compra o venta sobre el importe suscrito o reembolsado.
- Para calcular la ganancia o pérdida patrimonial, hay que sumar al precio de compra (y restar al precio de venta) los gastos y comisiones derivados de la operación, tales como las comisiones de suscripción o reembolso.
- **Fiscalidad:** El incremento del valor de la participación de un fondo de inversión no está sujeto a ningún tipo de tributación hasta que no se vende. En el momento del reembolso o venta, se determinará, sin embargo, una ganancia o pérdida patrimonial por la diferencia entre el precio de transmisión o reembolso y el precio de adquisición, y en cuyo cálculo se deberá seguir siempre el sistema FIFO (en virtud del cual, se consideran las participaciones vendidas como las más antiguas).
- **Tributación de las ganancias patrimoniales:** La tributación de los rendimientos obtenidos por partícipes dependerá de la legislación fiscal aplicable a su situación personal. Con carácter general, la ganancia patrimonial obtenida en el momento del reembolso está sujeta a una retención del 21%, con la excepción de los residentes en Navarra a los que se aplica el tipo de retención del 20%.

En IRPF en el caso de territorio común y en el territorio foral, el caso de que la ganancia se hubiese generado en un periodo inferior al año, ésta se integrará en la base general tributando con arreglo a la tarifa del impuesto. En otro caso en el territorio común la renta formará parte de la base del ahorro por la que se tributará hasta 6.000 tributan al 21%, a partir de 6.000 euros y hasta 24.000 habrá que pagar un 25% y a partir de 24.000 euros al 27%. En Navarra: 19% sobre los primeros 6.000 euros Y 21% sobre el exceso.

- **Trasposos:** Posibilidad de realizar trasposos entre fondos sin tener que tributar, tanto si se realizan por la totalidad de la inversión o por parte de la misma. Con la condición de mantener los mismos titulares y del resto de relaciones que hubiera en el fondo original (representantes, autorizados,...). Son sólo válidos entre personas físicas y residentes en España. El plazo para trasposos entre fondos de inversión de distintas entidades se estima en torno a ocho días hábiles.

Puede haber costes derivados de la comisión de reembolso del fondo de origen y/o de la de suscripción del fondo de destino.

4.3. Fondos de Renta fija:

4.3.1. Definición

Son fondos de carácter financiero que invierten la mayor parte de su patrimonio en activos de renta fija (bonos, letras, obligaciones, pagarés, etc.). Adecuados para coyunturas de tipos de interés estables o a la baja. No se recomienda en contextos de subida de tipos de forma continuada.

Dentro de este grupo podemos encontrar:

- Fondos de Renta Fija a corto plazo, con duraciones medias de las carteras inferiores a dos años. Su rendimiento es más bajo que otros fondos de inversión.
- Fondos de Renta Fija a largo plazo, con duraciones medias superiores a dos años. Dentro de esta categoría de fondos se puede presentar una modalidad en la inversión que consiste en fondos de fondos, que son aquellos que invierten en otros fondos de inversión en lugar de hacerlo en activos directamente.

Este tipo los demandan inversores adversos al riesgo y que no requieren de una liquidez inmediata.

4.3.2. Características:

- Divisa: El riesgo de tipo de cambio hay que tenerlo muy en cuenta. Los fondos de inversión pueden invertir en toda clase de activos financieros, puede haber riesgo de divisa si se trata de un fondo de inversión que invierte en renta fija de otro país y no se ha contratado un seguro de cambio. Este riesgo puede hacernos ganar dinero (si se aprecia la moneda respecto a nuestra divisa de referencia) o perderlo (si se deprecia frente a nuestra divisa).
- Suscripción: Se pueden contratar durante toda la vida del fondo. No existe un período de suscripción determinado en los Fondos de Renta Fija. Existen algunas excepciones con fondos garantizados, en los que existen “periodos de garantía” (que aseguran al inversor una rentabilidad mínima) y traen consigo un periodo de suscripción concreto (Para inversores con carácter poco arriesgado y conservador).
- Liquidez: El partícipe puede retirar su dinero en cualquier momento, recibiendo el precio o valor liquidativo que corresponda a la fecha de reembolso y que podrá ser superior o inferior al valor inicial, a excepción de los fondos de inversión garantizados citados con anterioridad.
- Vencimiento: Los fondos de renta fija no tienen fecha de vencimiento (excepto los garantizados que poseen un “periodo de garantía” y por lo tanto una fecha de vencimiento, pasada esa fecha el partícipe elegirá si seguir invirtiendo con una nueva garantía o recuperar lo depositado). El partícipe podrá permanecer en el fondo hasta que decida rembolsar la totalidad de sus participaciones o el fondo sea disuelto.

- **Riesgo:** El nivel de riesgo en los fondos de renta fija es medio/bajo en el caso de los fondos de renta fija a corto plazo y medio si se trata de fondos de renta fija a largo plazo, dada la naturaleza de los activos en los que invierte.
- **Rentabilidad:** La rentabilidad de los fondos de renta fija, al tener que valorar diariamente su cartera a precio de mercado, depende de la evolución de los tipos de interés y del vencimiento medio de los activos que componen la cartera del fondo, y varía de forma inversamente proporcional a los cambios de los tipos de Interés. La rentabilidad aumenta cuando los tipos de interés bajan y viceversa.
- **Prima de Riesgo:** En el escenario vivido no hace mucho, subida histórica de la prima de riesgo en julio de 2012 alcanzó 649 puntos, trae consigo pérdidas en fondos y planes de pensiones de renta fija. Cuando los intereses de la deuda suben, el precio de los títulos de deuda baja. Los fondos de inversión con deuda nacional sobre todo a medio y largo plazo experimentan pérdidas.

Los inversores, por desconfianza, huyen de los mercados que presentan primas de riesgo muy elevadas y eso tiene un efecto inmediato en la rentabilidad de las inversiones de los ahorradores. Por ello, existe la necesidad de diversificar las inversiones. Esta medida minimiza el impacto de las contingencias de los mercados en los ahorradores. Tener la posibilidad de invertir en varios países, en diferentes tipos de activo, en multitud de títulos y en varias divisas es una fórmula para sortear obstáculos como la prima de riesgo de los países más afectados por la crisis.

5. DESCRIPCIÓN DEL TRABAJO A REALIZAR

Existen antecedentes a dicho estudio, cada Banco, Cajas, Entidades Financieras (comercializadores) realizan estudios y análisis de sus propios fondos.

Las bases de datos han sido creadas con los datos obtenidos de la página www.inverco.es. La principal ventaja de utilizar esta fuente de información es su carácter público.

En este estudio partimos de las series históricas correspondientes a los valores liquidativos de todos los fondos existentes durante enero de 2009 a febrero de 2014. En teoría los valores liquidativos son el resultado de dividir el valor del patrimonio neto del fondo (suma de la valoración de todos los activos que configuran el patrimonio, menos los gastos inherentes a su gestión) entre el número de participaciones existentes. Desconocemos los gastos de gestión de cada uno de los fondos de inversión, por lo que no los tenemos en cuenta en nuestro estudio.

En cuanto al número de fondos, existen 449 fondos de corto plazo y 263 fondos a largo plazo durante el periodo analizado. Pero surge el problema de que no todos los fondos existen durante todo el periodo analizado y no de todos los fondos existe información, bien sea porque no se han analizado o porque Inverco no los proporciona. Si de un fondo de inversión no se proporcionan todos los datos mensuales, por cualquiera de los motivos citados, dicho fondo no podrá ser estudiado ya que alteraría los resultados. A pesar de ello las muestras con las que disponemos pueden orientarnos acerca del comportamiento en la industria.

Tomando como referencia los valores liquidativos de cada final de mes t , L_t , se han obtenido rentabilidades logarítmicas mensuales:

$$R_{tj} = \log(L_t / L_{t-j})$$

Utilizamos rentabilidades logarítmicas o rentabilidades continuas, con capitalización compuesta porque el cálculo de la rentabilidad logarítmica presenta ventajas para su tratamiento estadístico en los modelos financieros. Estas ventajas se derivan de que pueden sumarse las rentabilidades sucesivas de un activo si se han calculado de manera continua, no ocurriendo esto cuando la rentabilidad se calcula de forma discreta.

A partir de las rentabilidades mensuales calculamos las rentabilidades anuales que nos ayudan a calcular una serie de descriptivos, Promedio, Máxima rentabilidad, Mínima rentabilidad, Desviación típica, Asimetría y Número de fondos analizados cada año.

Al igual que Ferrando y Lassala (1998), a partir de la serie de rentabilidades calculamos el riesgo total de cada de cada periodo analizado a través de la desviación típica. La Desviación típica nos indica el riesgo que tienen los fondos analizados, cuanto más arriesgados sean los fondos, mayor será la rentabilidad esperada. La Asimetría nos mide la posibilidad de obtener rendimientos por encima o por debajo de la media.

Dichas rentabilidades nos van a ayudar a analizar la posible existencia de persistencia, si existe relación entre los resultados de periodos sucesivos. En general, en los trabajos publicados, la evidencia tiende a señalar la existencia de persistencia. Es el caso de

Ciriaco, Del Río y Santamaría (2003) que explican la persistencia de fondos de inversión de renta fija.

Para medir la persistencia utilizaremos un análisis de carteras como Muga, Rodríguez y Santamaría (2006) en su estudio. Clasificaremos los fondos de inversión según Ganadores y Perdedores, todo ello mediante el uso de Percentiles. El 20% de las rentabilidades más altas las denominaremos como “Fondos de Inversión Ganadores” y el 20% de las más bajas como “Fondos de Inversión Perdedores”. El 60% restante no los consideraremos importantes para nuestro estudio, por lo que son desechados de la muestra. Los casos detectados han sido verificados en la propia base de datos.

Con dicha clasificación sabremos las rentabilidades medias de los mejores y de los peores fondos de inversión y la diferencia entre ambas. Para poder analizar en profundidad las rentabilidades mensuales, utilizaremos rentabilidades acumuladas de carteras. Mediante el estadístico T analizaremos la existencia o no de persistencia de ambas carteras suponiendo que las dos muestras (carteras) son de igual varianza.

A partir de esta información podremos comparar si los mejores fondos de inversión siempre lo han sido, si los mejores tienen el mayor volumen de patrimonio, el mayor número de partícipes y el mayor volumen de suscripciones netas (diferencia entre las suscripciones y los reembolsos) de cada uno de ellos.

6. RESULTADOS

A la hora de describir los resultados obtenidos en nuestro estudio vamos a comenzar siempre con los fondos de inversión de renta fija a corto plazo y después con fondos de inversión de renta fija a largo plazo. Abarcaremos primero los descriptivos de la muestra (número de fondos analizados en cada año analizado, máxima y mínima rentabilidad anual, promedio, desviación típica y asimetría), seguido de un análisis de persistencia, efecto del tamaño del patrimonio, número de suscripciones, reembolsos y partícipes.

La elaboración de todas las Tablas y Gráficos ha sido propia con datos de Inverco.

6.1. Descriptivos muestra

Respecto a los fondos de inversión de renta fija a corto plazo (Tabla 1) observamos que el número fondos de ha ido disminuyendo año tras año.

Cabe destacar la máxima rentabilidad del año 2012 (1,30%) perteneciente al fondo con nº de CNMV 2591 MANRESA PATRIMONI, comercializado por Caja Manresa, y en 2009 la rentabilidad del fondo 2705 de Caixa Cataluña con una rentabilidad de 1.08%. Fondo con peor rentabilidad destaca en 2009 CC PATRIMONIO FIMS (nº CNMV 751) con -2,44%.

Respecto al promedio anual destaca la poca rentabilidad todos los años analizados, siendo incluso negativa en 2010. Éste resultado era de esperar porque los fondos de inversión de renta fija no son fondos que tengan mucho riesgo y por tanto la rentabilidad que generan es pequeña.

Con respecto al riesgo, si observamos la desviación típica, vemos que los fondos de inversión que más riesgo tuvieron fueron en el año 2009. El único año que se presenta asimetría positiva es en 2012, todos los demás presentan asimetría negativa, lo que indican que los fondos comercializados durante dichos años han obtenido mayoritariamente rendimientos por debajo de la media.

Tabla 1: Descriptivos Fondos de inversión Renta fija a corto plazo (2009-2013)

C/P	Año 2009	Año 2010	Año 2011	Año 2012	Año 2013
Nº Fondos	214	243	206	215	155
Máximo	0,108492	0,042702	0,040719	0,130608	0,063936
Mínimo	-0,244435	-0,053073	-0,132263	-0,049501	-0,034600
Promedio	0,010991	-0,000203	0,015444	0,028637	0,017214
Varianza	0,001876	0,000148	0,000306	0,000477	0,000168
Desviación Típica	0,043309	0,012157	0,017507	0,021833	0,012966
Asimetría	-3,257626	-0,840709	-4,599261	1,119262	-0,000659

En los fondos de inversión de renta fija a largo plazo (Tabla 2), observamos que el número de fondos se ha ido incrementando poco a poco año tras año, eso sí, en menor proporción en que han disminuido los fondos de inversión de renta fija a corto plazo.

Destacamos la máxima rentabilidad del año 2009 (3,9%) perteneciente al fondo comercializado por La Caixa con nº de CNMV 3120, y en 2012 la rentabilidad del fondo 4366 denominado MUTUAF BONOS TIER 1 SEGU comercializado por Mutua Madrileña con una rentabilidad de 3,07%. Con una rentabilidad negativa (-3,52%) destaca en 2011 el fondo 4120 de La Caixa.

Respecto al promedio anual, al igual que en los fondos de inversión de renta fija a corto plazo, destaca la poca rentabilidad todos los años analizados, siendo incluso negativa en 2010.

No se aprecian diferencias respecto al riesgo en los fondos de inversión de renta fija a corto plazo. Respecto a la asimetría observamos como en el año 2011 y 2013 los fondos estudiados han obtenido rendimientos por debajo de la media.

Tabla 2: Descriptivos Fondos de inversión Renta fija a largo plazo (2009-2013)

L/P	Año 2009	Año 2010	Año 2011	Año 2012	Año 2013
Nº Fondos	109	114	120	122	128
Máximo	0,396591	0,102124	0,059776	0,307722	0,153222
Mínimo	-0,020129	-0,078764	-0,352248	-0,026473	-0,086374
Promedio	0,051914	-0,007787	0,013016	0,071870	0,050100
Varianza	0,003295	0,000661	0,001854	0,002582	0,001468
Desviación Típica	0,057400	0,025715	0,043057	0,050818	0,038311
Asimetría	3,303711	1,082061	-5,488746	2,066681	-0,764553

6.2. Descripción de los resultados obtenidos

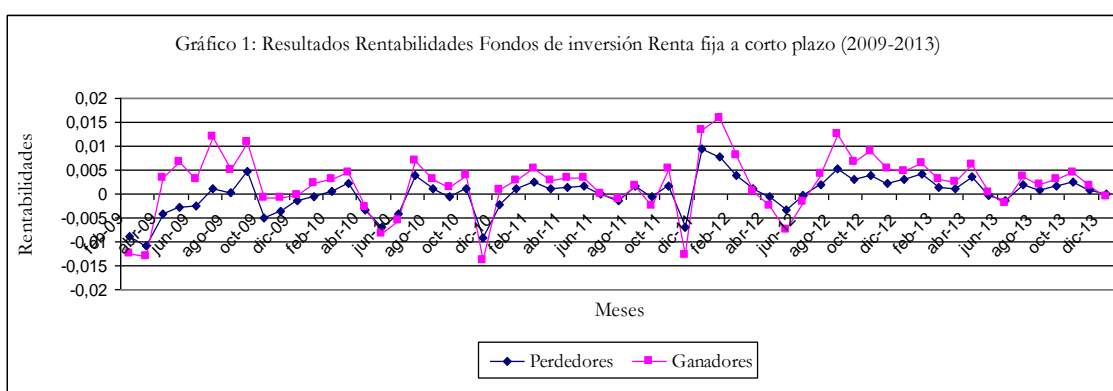
En éste estudio después de realizar la clasificación de Fondos de Inversión según su rentabilidad anual (Ganadores frente a perdedores) analizamos.

6.2.1. Análisis de Persistencia

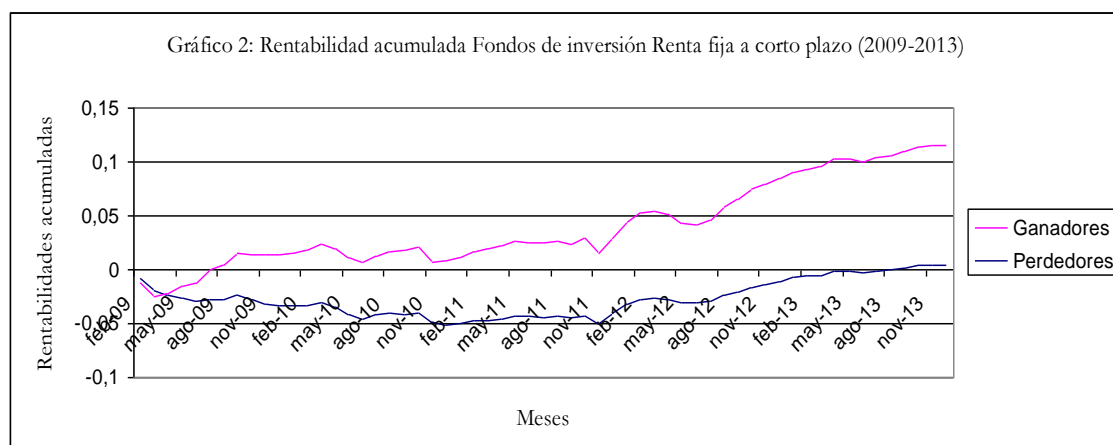
Para analizar esta variable hemos comparado según la clasificación anteriormente citada (Ganadores frente a Perdedores), observando mensualmente, año tras año, la evolución que han tenido.

Para eliminar posibles alteraciones en el estudio no se analizan los datos correspondientes a Enero del 2009, ya que por la muestra elegida, no obtenemos rentabilidades de dicho periodo.

En los fondos de renta fija a corto plazo observamos (Gráfico 1) como en general, las rentabilidades de los fondos ganadores ha sido mayor que las de los fondos perdedores, exceptuando los meses de julio del 2010; mayo, junio, agosto, septiembre y diciembre de 2011; marzo, abril, mayo, junio, diciembre de 2012; enero, abril, julio, septiembre, octubre y diciembre de 2013. Como era de esperar no se aprecian grandes diferencias entre los ganadores y perdedores. La máxima diferencia entre la rentabilidad de los ganadores respecto a la rentabilidad de los perdedores la encontramos en mayo del año 2009, con una diferencia positiva entre los ganadores y perdedores de 1,24%.



Como apenas se aprecian diferencias entre ambas rentabilidades, vamos a analizar mediante la rentabilidad acumulada (Gráfico 2). En este caso observamos como si en Febrero de 2009 un inversor hubiese elegido un fondo de inversión de renta fija, en diciembre de 2013 obtendría una rentabilidad acumulada de 10,55%. mayor que si hubiese elegido un fondo perdedor. La rentabilidad de los ganadores está por encima de la de los perdedores.



Planteamos un contraste de hipótesis para analizar la existencia de persistencia. Observamos como el estadístico T de los fondos de inversión, tanto ganadores como perdedores, es menor que el p valor 0,05 (0,00011) por lo que rechazamos la hipótesis nula (que son iguales las rentabilidades, por lo que podemos concluir que existe persistencia significativa al 5%, ya que es por debajo del 1%, tanto en los fondos ganadores como en los perdedores. Este resultado no es casualidad ya que los resultados de Ciriaco y Santamaría (2005) indican persistencia en los resultados en todas las categorías de fondos, su análisis de carteras tampoco cuenta con las comisiones aplicadas, ya que los valores liquidativos en España tienen deducido su importe.

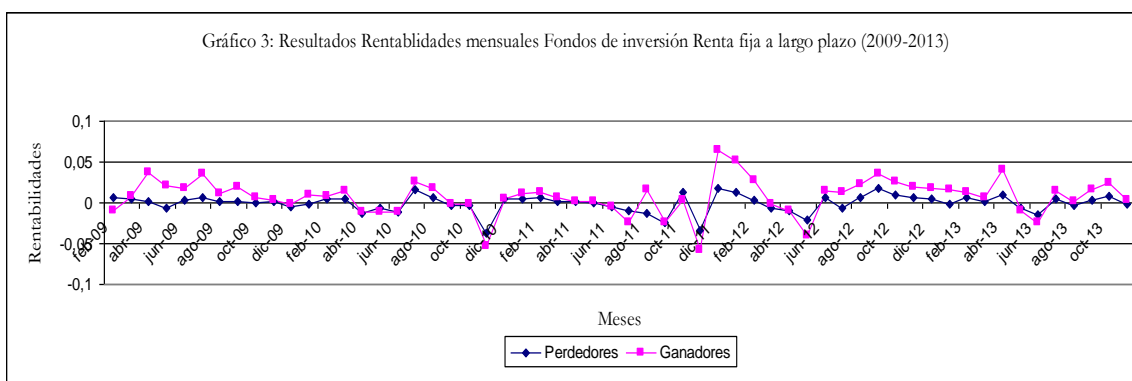
Prueba T: 0,000118946 significativa al 5%

Esperada la escasa diferencia del promedio (Tabla 3) entre los fondos ganadores y los fondos perdedores (0,18%). El riesgo de los fondos de inversión perdedores es mayor que el de los ganadores (desviación típica aproximada menor). Respecto a la asimetría los resultados nos indican que los peores fondos han obtenido rendimientos por debajo de la media, mientras que los mejores fondos han obtenido rentabilidades por encima de la media (Tabla 3).

Tabla 3: Descriptivos acumulados Fondos de inversión Renta fija a corto plazo (2009-2013)

	Media	Varianza	Desviación Típica	Asimetría
Perdedores	0,00007739	0,00001441	0,00379662	-0,63820040
Ganadores	0,00186636	0,00001016	0,00318675	0,25733069
Diferencia	0,00178897	-0,00000426	-0,00060988	0,89553109

Respecto a las rentabilidades de los fondos de renta fija a largo plazo (Gráfico 3), al igual que en el corto plazo, la evolución de las rentabilidades de los fondos ganadores han sido mayores que la de los fondos perdedores, menos los meses de febrero y marzo de 2009; febrero, julio y diciembre de 2010; enero, febrero, abril, julio y octubre de 2011. Destaca el año 2013 en el que la diferencia de rentabilidades entre ganadores y perdedores es positiva los doce meses. La máxima diferencia entre las dos categorías la encontramos en agosto del 201, con un a diferencia positiva de poco más del 4%.



Analizando la rentabilidad acumulada de todo el periodo de análisis observamos diferencias entre los fondos ganadores y perdedores (Gráfico 4). Planteamos el contraste de hipótesis para analizar la existencia de persistencia. Observamos como el estadístico T de los fondos de inversión perdedores es menor que el p valor ($0,05 > 0,000000578$) por lo que rechazamos la hipótesis nula (que son iguales las rentabilidades), por lo que podemos concluir que existe persistencia significativa al 5% en los fondos de inversión perdedores y ganadores de renta fija a largo plazo.

Prueba T: 0,000000578 significativa al 5%

Gran diferencia del promedio entre los fondos ganadores y los fondos perdedores (24%). El riesgo de los fondos de inversión perdedores (Tabla 4) es mayor que el de los ganadores (desviación típica aproximada menor). Respecto a la asimetría los resultados nos indican que los perdedores han obtenido rendimientos por debajo de la media, mientras que los ganadores han obtenido rentabilidades por encima de la media.

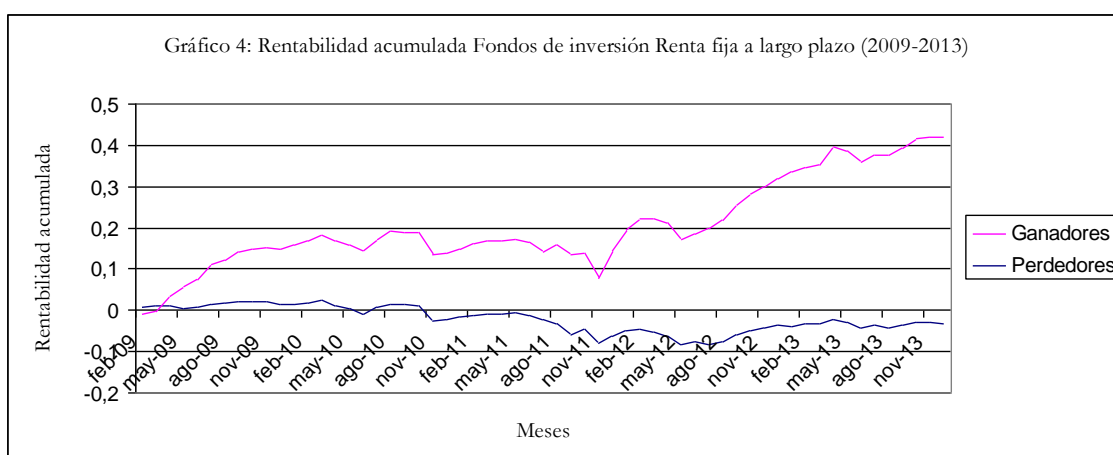


Tabla 4: Descriptivos acumulados Fondos de inversión Renta fija a largo plazo (2009-2013)

	Media	Varianza	Desviación Típica	Asimetría
Perdedores	-0,02147855	0,00093078	0,03050864	-0,24775695
Ganadores	0,22660726	0,01465656	0,12106427	0,31733612
Diferencia	0,24808581	0,01372578	0,09055563	0,56509307

6.2.2. Efecto del tamaño

Otra de las razones que sustentan la creación y el desarrollo de los fondos de inversión como patrimonios colectivos es el aprovechamiento de posibles economías de escala en la gestión del patrimonio. En este punto, trataremos de contrastar, la creencia generalizada de que los fondos con mayor volumen de patrimonio pueden aprovechar posibilidades de negocio que sólo están a su alcance y que conducen a una mayor rentabilidad.

En los fondos de renta fija a corto plazo (Gráfico 5) se ve como los primeros años de la muestra existe una tendencia a que los mejores fondos (ganadores), son los que cuentan con mayor volumen de patrimonio. Esta tendencia desaparece los dos últimos años analizados. En la Tabla cinco observamos como la media de volumen de patrimonio es superior en los fondos ganadores, 98.049,31 frente a 81.406,83 miles de euros durante los cinco años estudiados. A pesar de ello, los fondos ganadores presentan asimetría negativa, lo que indica que el volumen de patrimonio de dichos fondos está por debajo de la media.

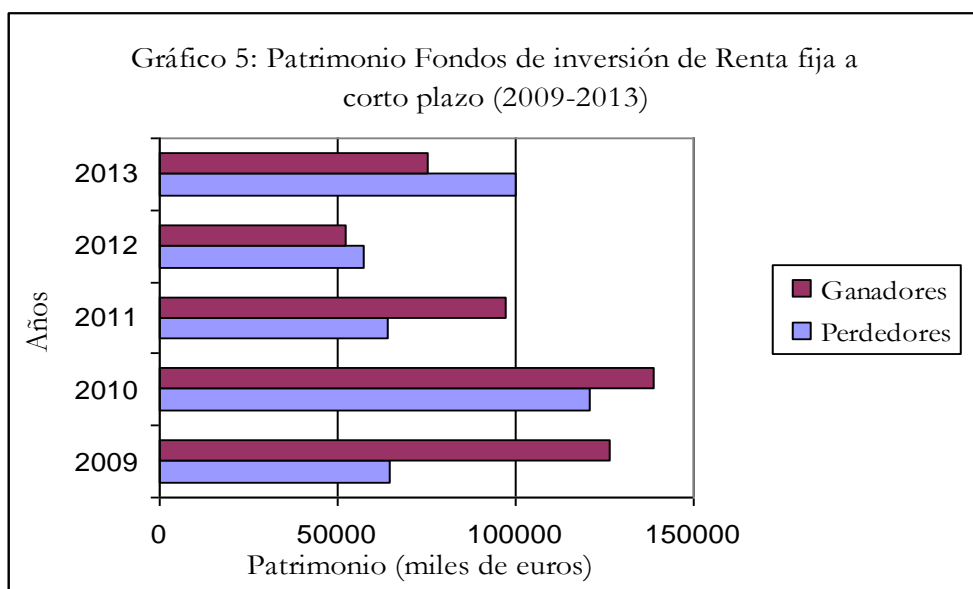


Tabla 5: Descriptivos Patrimonio Fondos de inversión de Renta fija a corto plazo (2009-2013)

	Media	Varianza	Desviación Típica	Asimetría
Perdedores	81406,83	615298788,02	24805,22	0,8713
Ganadores	98049,31	1015410991,63	31865,51	-0,1479

En el largo plazo (Gráfico 6) ocurre algo parecido, los dos primeros años los fondos ganadores son los fondos que obtienen mayor volumen de patrimonio, luego esa tendencia desaparece los años posteriores. Respecto a los descriptivos, Tabla 6, se aprecia gran diferencia respecto a la media entre fondos ganadores y fondos perdedores (diferencia de 19.418,93 miles de euros). Los peores fondos de inversión han obtenido mayoritariamente un volumen de patrimonio por debajo de la media.

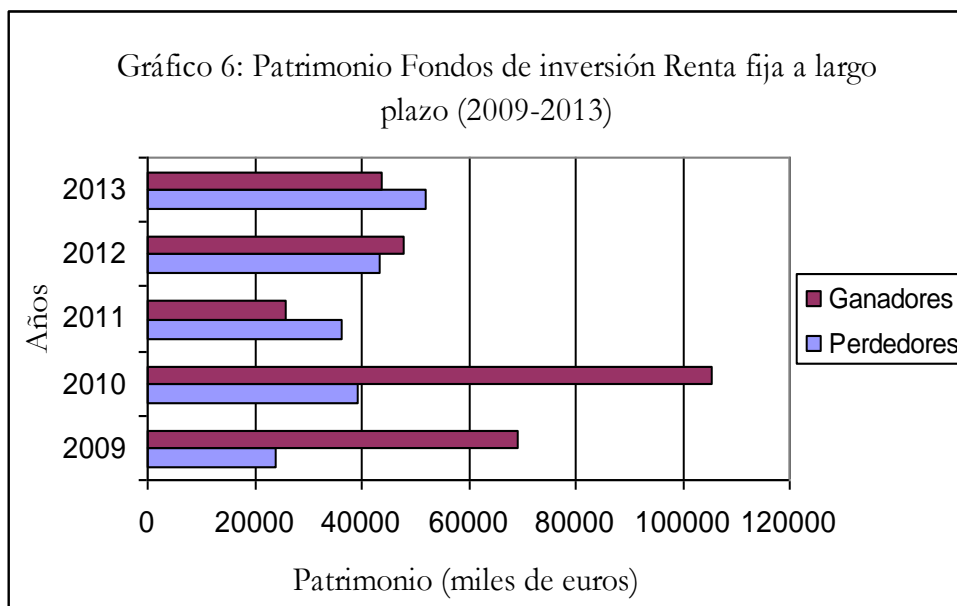


Tabla 6: Descriptivos Patrimonio Fondos de inversión de Renta fija a largo plazo (2009-2013)

	Media	Varianza	Desviación Típica	Asimetría
Perdedores	38924,35	82465118,22	9081,03	-0,4280
Ganadores	58343,28	745220472,22	27298,73	0,9796

6.2.3. Suscripciones y Reembolsos a los fondos

Las suscripciones netas son el resultado de restar las suscripciones a los reembolsos de cada fondo de inversión. La lógica nos dice que si un fondo de inversión obtiene buenas rentabilidades, los partícipes no abandonarían, sino que aumentarían las suscripciones a dicho fondo.

En los fondos de renta fija a corto plazo (Gráfico 7) los ganadores tienen mayores suscripciones netas que los peores fondos. En la Tabla 7 se confirma la lógica, las suscripciones netas de los perdedores son negativas, se producen más reembolsos que suscripciones. Ambas carteras presentan asimetría negativa, lo que explica que los fondos comercializados durante los años de estudio han obtenido suscripciones netas por debajo de la media.

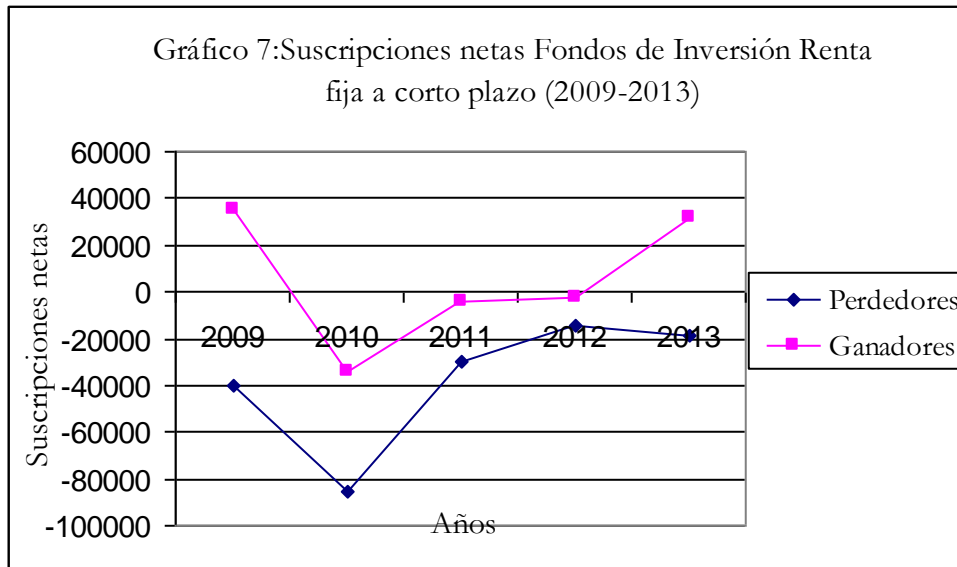


Tabla 7: Descriptivos Suscripciones netas Fondos de inversión de Renta fija a corto plazo (2009-2013)

	Media	Varianza	Desviación Típica	Asimetría
Perdedores	-37673,66	641879830,34	25335,35	-1,6316
Ganadores	5370,32	654104090,91	25575,46	-0,2916

Mientras que los fondos de renta fija a corto plazo se aprecian grandes diferencias entre ganadores y perdedores, en el largo plazo (Gráfico 8) destaca la igualdad de las suscripciones netas en 2012. Respecto al análisis global (Tabla 8), ocurre que en los fondos de inversión de renta fija a largo plazo existe asimetría negativa de los peores fondos y la media de las suscripciones netas de los fondos perdedores también son negativas.

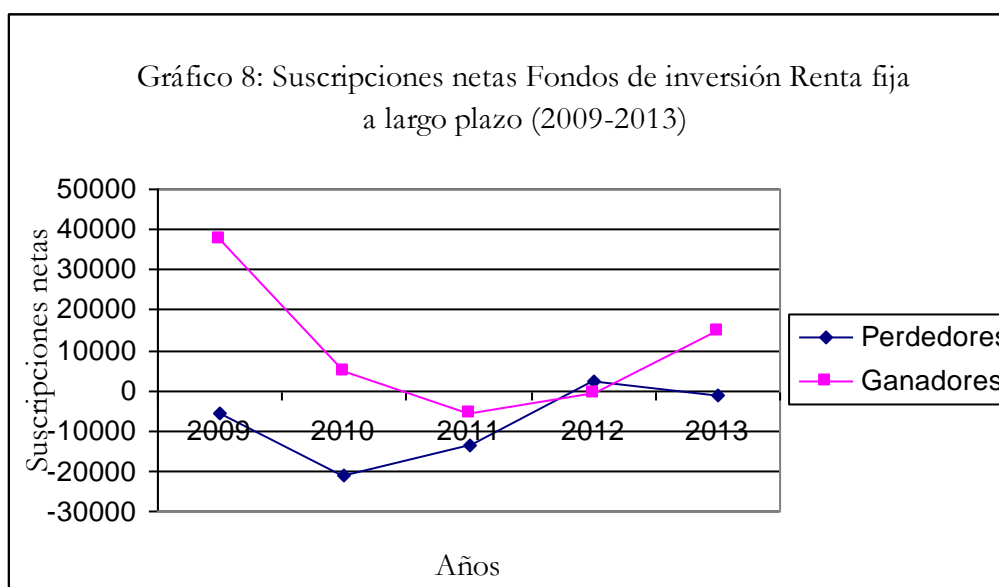
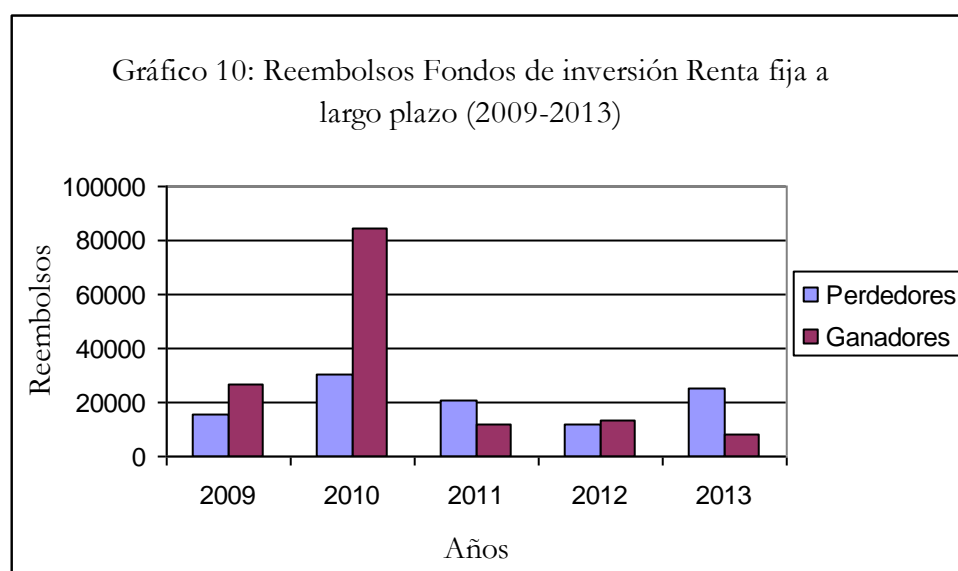
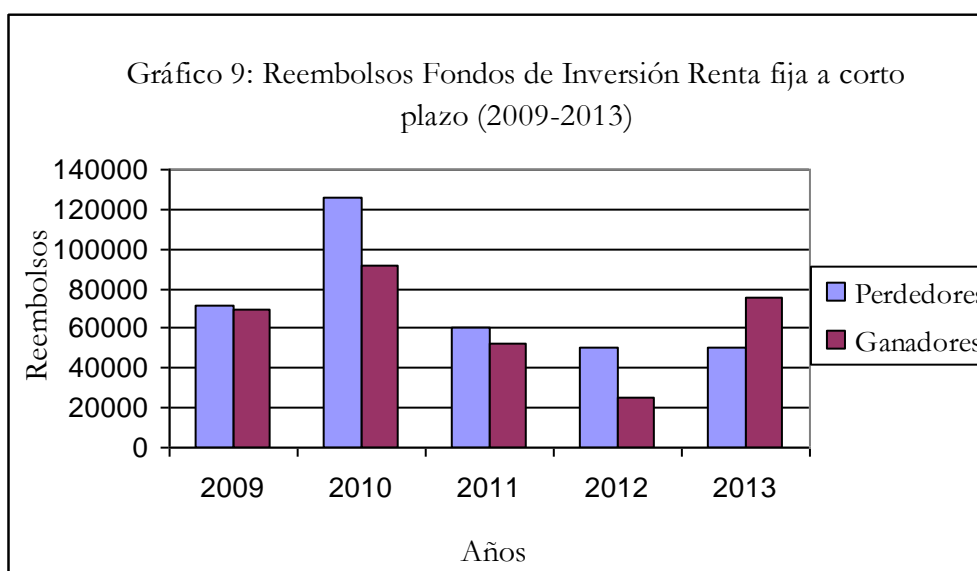


Tabla 8: Descriptivos Suscripciones netas Fondos de inversión de Renta fija a largo plazo (2009-2013)

	Media	Varianza	Desviación Típica	Asimetría
Perdedores	-7965,97	73794419,30	8590,37	-0,5215
Ganadores	10155,82	238342623,85	15438,35	1,2667

La confirmación de que los fondos de renta fija no son muy rentables comparados con otra clase de fondos (renta variable, mixtos,...) hace que los reembolsos en este tipo de fondos sea mayor. Como era de esperar, tras el análisis de las suscripciones netas, en el año 2010 los reembolsos aumentaron de manera considerable tanto en el corto plazo (Gráfico 9) como en el largo plazo (Gráfico 10).



6.2.4. Participantes

El inconveniente de analizar respecto al número de partícipes es su propia definición, ya que un fondo de inversión tenga un mayor número de partícipes no quiere decir que sea mejor, ya que un partícipe puede tener más de una participación.

Año tras año el ahorrador nacional depositó su confianza en los fondos de inversión para canalizar sus inversiones, como lo demuestra el hecho de que en 2012 a 2013 aumentó el número de partícipes en fondos ganadores y perdedores de renta fija a corto plazo (Gráfico 11). Los perdedores aumentaron 2.538 partícipes (más de un 50%), situando la cifra total en 4.550. Respecto a los ganadores aumentaron 2.465 partícipes, un 56%. En la Tabla 9 apreciamos como la media de partícipes de los fondos de inversión perdedores de renta fija a corto plazo es mayor que los fondos ganadores, puede que en los peores fondos de inversión las suscripciones sean de menor volumen que en los mejores fondos.

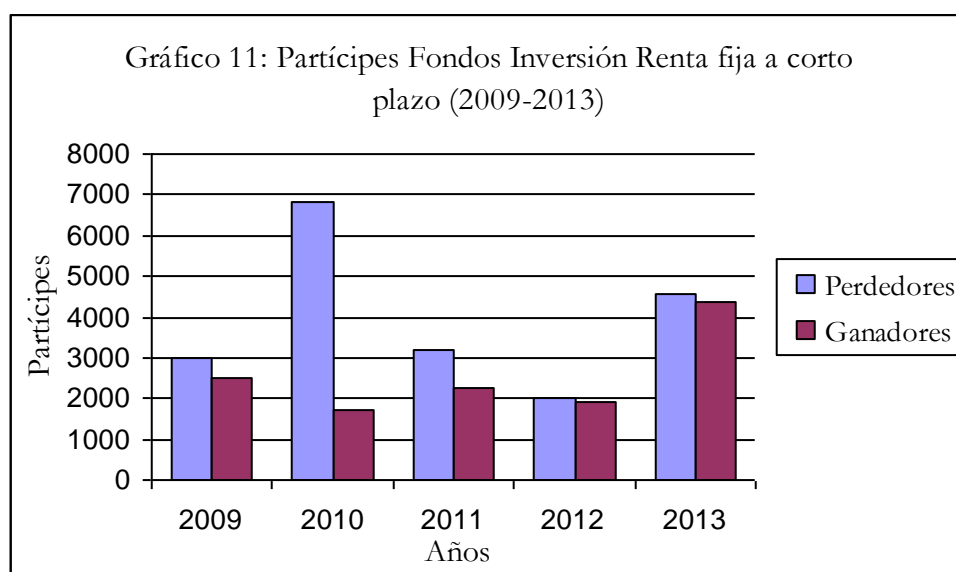


Tabla 9: Descriptivos Partícipes Fondos de inversión de Renta fija a corto plazo (2009-2013)

	Media	Varianza	Desviación Típica	Asimetría
Perdedores	3917,54	2783642,97	1668,43	1,0911
Ganadores	2555,62	897108,53	947,16	1,7932

La tendencia descrita en el corto plazo no tuvo nada que ver con los fondos de inversión de renta fija a largo plazo (Gráfico 12). En los mejores fondos de inversión (Ganadores) apenas ha variado el número de partícipes en los últimos 3 años. Es destacable la disminución de partícipes del año 2010 a 2011, 389 partícipes menos en los fondos de inversión perdedores y 2.163 partícipes menos en los ganadores. La media de partícipes del total del periodo analizado es muy similar entre las diferentes carteras.

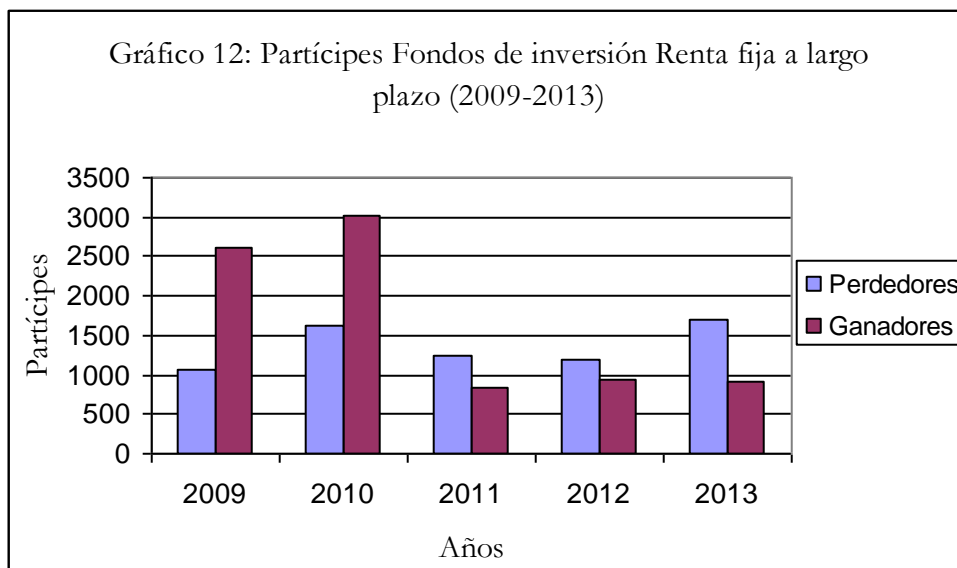


Tabla 10: Descriptivos Partícipes Fondos de inversión de Renta fija a largo plazo (2009-2013)

	Media	Varianza	Desviación Típica	Asimetría
Perdedores	1362,24	62807,66	250,61	0,4318
Ganadores	1663,29	888837,84	942,78	0,6858

6.2.5. Comercializadores

El total de fondos de renta fija a corto plazo ganadores y perdedores (Anexo 1) analizados es de 236, tras eliminar errores y descartar los fondos de inversión que no son ni ganadores ni perdedores. De los cuales el mayor grupo financiero comercializador destaca La Caixa con 29 fondos, seguido del Banco Santander con 22 fondos, Banco Sabadell y Ahorro corporación con 17 fondos y Caja Madrid con 13 fondos de inversión.

Los comercializadores con mayor número de fondos de inversión, son los que mayor rentabilidad obtienen, es el caso de La Caixa en 2009 con el fondo nº CNMV 2705, Mutua Madrileña con el fondo nº CNMV 4145 en 2010, en 2011 destaca Santander con su fondo nº CNMV 441, en 2012 Caja Manresa con nº CNMV 2591 y por último en 2013 Fibanc con nº CNMV 829. Destaca que la comercializadora de fondos Ahorro Corporación obtenga la peor rentabilidad tres años consecutivos con su fondo nº CNMV 3981.

De los 144 fondos analizados de renta fija a largo plazo (Anexo 2) destacan La Caixa con 29 fondos, Santander con 10 fondos, BBVA con 9 fondos seguidos de Ibercaja y Sabadell con 7 fondos.

En 2009, 2010, 2011 La Caixa ha obtenido con 2 de sus fondos (nº CNMV 3120 y 3099) las mejores rentabilidades, pero en 2013 también ha destacado negativamente su fondo nº CNMV 3144.

Exceptuando el fondo de inversión de renta fija a corto plazo con nº de CNMV 1673 perteneciente al grupo financiero Ibercaja, denominado IBERCAJA CASH, el cual ha

pertenecido a la cartera de ganadores durante todo el periodo de análisis, ninguno de los fondos analizados, ni a corto plazo ni a largo plazo, siempre han sido perdedores o ganadores los cinco periodos analizados. Destacable es que existan fondos de inversión que los primeros años han sido ganadores y los últimos años han sido perdedores y viceversa. Para obtener resultados concluyentes el proceso de análisis sería mes a mes.

6.2.6. Tipo de inversión

La rentabilidad de los fondos de inversión varía en función de la inversión que realizan los gestores del valor suscrito de los partícipes, por lo que es importante el análisis de carteras de los diferentes activos en los que se invierte en cada fondo de inversión.

Los fondos de inversión destacados invierten en diferentes activos, por lo que sería conveniente analizar cada uno de los fondos de inversión de nuestra muestra, medir el riesgo que tienen cada uno de ellos, índice que toman como referencia, el seguro de divisa que tiene cada uno de ellos, si varía la inversión como le afecta a la rentabilidad del fondo, y más factores. Veamos algunos ejemplos de fondos de renta fija a corto y a largo plazo, ésta información es la facilitada por los grupos financieros a la Comisión Nacional de Mercado de Valores.

El fondo de renta fija a corto plazo con nº de CNMV 2705 invierte en activos de renta fija, tanto públicos como privados, cotizados en mercados básicamente pertenecientes a países miembros de la OCDE y con una exposición máxima del 50%, en valores de renta fija cotizados en mercados financieros de países emergentes. Riesgo de divisa de 10%.

El fondo de renta fija a corto plazo con nº de CNMV 4145 invierte el 100% de la exposición total en activos de renta fija privada, nominados, principalmente en euros. La exposición a riesgo divisa no superará el 5%.

El fondo de renta fija a corto plazo con nº de CNMV 441 invierte el 100% del patrimonio en renta fija, de manera preferente en valores de renta fija privada, fundamentalmente en titulaciones (e incluyendo hasta un 20% del patrimonio en depósitos a la vista o con vencimiento inferior a un año en entidades de crédito de la Unión Europea o que cumplan con la normativa específica de solvencia), y en menor medida en emisores públicos. Dentro de la Renta Fija privada se invertirá principalmente en emisiones denominadas en euros de emisores domiciliados en países de la OCDE y dentro de la renta fija pública los emisores serán fundamentalmente los tesoros de los países del área euro, organismos de carácter público y organismos internacionales, sin descartar los tesoros de otros países de la OCDE.

El fondo de renta fija a corto plazo con nº de CNMV 3981 tiene como objetivo de inversión la estabilidad del capital con una rentabilidad estrechamente ligada a la de los depósitos a corto plazo en dólares USA y a otros títulos de renta fija.

La cartera del fondo de renta fija a largo plazo con nº de CNMV 3120 se diversifica a través de la selección de IIC que inviertan de manera preferente en valores de renta fija de alta rentabilidad (High Yield), emitidos normalmente por entidades de baja calificación crediticia (BB+ o inferior), pero con favorables perspectivas de evolución. Respecto a la inversión directa en valores de renta fija, no existe límite de rating. La duración objetivo de

la cartera de renta fija será superior a 2 años. La exposición a divisas distintas del euro no superará el 10%.

El fondo de renta fija a largo plazo con nº de CNMV invierte directamente o indirectamente a través de IIC en valores de renta fija, pública o privada, de emisores de países que sean miembros o no de la OCDE, no existiendo límites de calificación crediticia. Más del 50% se invertirá en países considerados emergentes de Latinoamérica, África, Europa del Este, Asia, Oceanía y Oriente Medio. La duración de la cartera se ajustará en función de la coyuntura o visión de mercado del equipo de gestión y podrá oscilar entre el corto y largo plazo. No tiene límites a exposición a riesgo de divisa.

7. CONCLUSIONES

7.1. Resultados

Como era de esperar, apenas existen diferencias entre las rentabilidades de fondos de inversión de renta fija ganadores y perdedores. En los fondos de inversión de renta fija a corto plazo la rentabilidad de los fondos ganadores es poco mayor que la de los peores fondos, la escasa rentabilidad explica la poca rentabilidad. En los fondos de inversión de renta fija a largo plazo ocurre algo parecido. Esta conclusión coincide con lo expuesto por Ciriaco, Del Rocío y Santamaría (2003) para el mercado de fondos de inversión de renta fija.

La cuestión principal a abordar en el trabajo es el análisis de persistencia en los resultados de los fondos de inversión de renta fija mediante el contraste de la posible relación entre las rentabilidades de periodos sucesivos. En los fondos de inversión de renta fija a corto plazo y a largo plazo existe persistencia en ambas carteras. Respecto al riesgo las dos bases de datos nos deducen que el riesgo de los peores fondos es mayor que el de los mejores fondos.

Finalmente, parece que el tamaño del fondo influye en la rentabilidad del mismo (tanto en fondos de inversión de renta fija a corto como a largo plazo), ya que los primeros años analizados, los mejores fondos cumplen con la teoría de que los fondos con mayor patrimonio son los que obtienen una mejor rentabilidad. A pesar de ello, en los fondos de corto plazo, el tamaño está por debajo de la media.

Las suscripciones netas de la muestra analizada han sido negativas por parte de los peores fondos de inversión, tanto en renta fija a corto como a largo plazo. Lógico y esperado el resultado de que los fondos de inversión ganadores tienen mayores suscripciones que los fondos perdedores y que el mayor número de reembolsos sea por parte de los perdedores. Que en el año 2010 se de el número máximo de reembolsos de renta fija a corto plazo y de renta fija a largo plazo no es casualidad, en ese año se produjo la crisis de la deuda pública. A principios del año 2010 los bancos europeos tenían en su propiedad grandes cantidades de deuda soberana, por lo que la preocupación sobre la solvencia de estos se reforzó negativamente. La comisión Europea aprobó un paquete de rescate de más de 750.000 millones de euros para asegurar la estabilidad financiera en Europa denominado Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). Los inversores empezaron a preocuparse, invertir en Fondos de Inversión de Renta fija, cuando la solvencia del Estado está en duda, les parecía arriesgado. Por todo ello, las suscripciones netas disminuyeron.

Que el número de partícipes haya ido aumentando en los últimos años no es casualidad, ya que invertir en fondos de inversión asegura mayores ventajas que los depósitos. El interés de los depósitos de ahorro marcado por el BCE es cada vez menor; el tipo impositivo del ahorro es el mayor de la historia lo que provoca mayor descontento de los inversores con los depósitos, por ello el gran aumento de partícipes de 2012 a 2013 tanto en los fondos de renta fija a corto como a largo plazo. Incluso muchas entidades financieras han dejado incluso de ofertar los depósitos. En los fondos de inversión de renta fija a corto plazo la media de partícipes de los perdedores es mayor que la de los fondos ganadores, por lo que en los peores fondos las suscripciones son de menor volumen que en los mejores fondos. Respecto a los fondos de inversión de renta fija a largo plazo apenas ha

variado el número de partícipes en los últimos tres años de la muestra y no se aprecian grandes diferencias entre carteras.

Los comercializadores de fondos de inversión de renta fija a corto plazo de los mejores no son casualidad, ya que tras los resultados obtenidos, los mejores fondos de inversión (según rentabilidades anuales) han sido los que mayor número de fondos de inversión comercializaba su grupo financiero. Esto no quiere decir que los que comercialicen con los mejores fondos de inversión de renta fija no tengan fondos que obtienen rentabilidades mínimas. En los fondos de inversión de renta fija a largo plazo podemos concluir que los comercializadores de fondos no poseen capacidades especiales para asegurar la buena conducta de un fondo de inversión.

El año anterior, marcado por el cierre de oficinas e incremento de volumen en fondos de inversión, provocó que los nueve primeros grupos mejorasen su ratio de eficiencia, debido a dos sucesos importantes dentro del sector financiero. Uno, que la mayoría de los grupos bancarios importantes se dedicaron a cerrar oficinas o sucursales, y dos, que la mayoría de estos incrementaron su patrimonio en fondos de inversión. Esto ha provocado que el volumen de fondos de inversión por sucursal bancaria haya incrementado en todos los casos, eso sí, con más fuerza en unos que en otros.

En nuestro estudio no hemos hablado de las comisiones, por lo que los resultados no son del todo concluyentes. Sin saber que comisiones cobran cada uno de los comercializadores por sus fondos de inversión tampoco podemos calcular la verdadera rentabilidad de cada fondo. Las dos posibles causas de persistencia son que la gestión de los gestores sea buena o mala y que los comercializadores cobren más o menos comisión. Si un administrador de fondos cobrar una comisión baja, la rentabilidad del fondo será mayor que con un administrador que cobre una comisión mayor. Por lo que nos es imposible saber por cual de ambas causas nuestro análisis se puede ver afectado.

Aunque los inversores tengan en cuenta rentabilidades pasadas para decidir sus inversiones, es probable que existan otras variables tal y como citan Muga, Rodríguez y Santamaría (2006), como la capacidad *ex ante* de anticipar resultados futuros.

7.2 Futuro

Los activos de Renta Fija verán reducidas sus rentabilidades, y se espera que el diferencial (prima de riesgo) se reduzca en España y resto de países periféricos de la Eurozona. Este alivio en las cotizaciones supondrá una oportunidad para reestructurar la deuda pública de los países ya que los tipos de interés de los bonos se reducirán paulatinamente.

La reducción de la rentabilidad de los bonos tendrá un impacto positivo en el precio, ya que seguirán aumentando de valor y pueden convertirse en una buena opción de inversión según los expertos.

Las previsiones para 2014 son que el volumen de activos de las Instituciones de Inversión Colectiva se podría situar en 284.000 millones de euros, con un incremento del 13,4% respecto a 2013, según los datos facilitados por Inverco. Las mayores gestoras, con una cuota conjunta del 45%, prevén que su negocio en gestión de activos crezca de media por encima de los dos dígitos. Las tres mayores gestoras españolas, Santander AM, BBVA

AM e Invercaixa, cuyo patrimonio en fondos asciende en conjunto a 71.285 millones de euros, esperan que sus activos aumenten casi 8.000 millones hasta diciembre del 2014. Con ello esperan generar más comisiones que contribuyan a apuntalar sus beneficios.

8. BIBLIOGRAFÍA

- Abíznano I., Muga L., Santamaría R. (2010) “Do managerial skills vary across fund managers? Results using European Mutual Funds” *Journal of Financial Services Research*, vol. 38, pp. 41-67.
- Ciriaco A., Del Río C. Y Santamaría R. (2003) “¿Tienen los inversores habilidades de selección? Resultados con fondos de inversión” *Revista de economía aplicada* nuevo 32, vol. 11, pp.51-75.
- Ciriaco A. y Santamaría R. (2005) “Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles” *Investigaciones económicas*, vol. 19, pp. 525-573.
- Ferrando M. y Lassala C. (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*, vol. 27, num. 94, pp. 197-231.
- Guía CNMV “Los fondos de inversión y la inversión colectiva”.
- Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España publicado en Mayo de 2013.
- Muga L., Rodríguez A., Santamaría R. (2006) “Relaciones rentabilidad-flujos monetarios de las sociedades de inversión en México, 1992-2002” *Investigación Económica*, vol.66, num. 255, pp. 91-126.
- www.inverco.es

9. ANEXOS

Anexo 1: N° fondos renta fija a corto plazo analizados (ganadores o perdedores) por gestoras (2009-2013)

Grupo Financiero	N° Fondos
Ahorro Corporación	17
GVC Gaesco	1
Santander	22
Banco Sabadell	17
B.B.V.A.	8
La Caixa	29
Ibercaja	11
Caja Cantabria	1
Caja Madrid	13
Mapfre	3
Gesconsult	1
Deutsche Bank	3
Barclays	7
EDM Holfing	1
Fineco	3
GVC Gaesco	1
Banco Popular	7
Bankinter	1
Caja Cataluña	8
Renta 4	4
Fibanc	3
Credit Agricole	1
Caja Asturias	3
BNP Paribas España	1
Caja España	1
Caja Laboral Popular	4
Caja Penedes	4
Caja Manresa	6
Grupo March	1
Caja Navarra	1
Caja Mediterráneo	10
Caja Guipúzcoa	5
Allianz	2
PSN	1
Intermoney	1
Caja Vital	1
Mutua Madrileña	2
Caixa Estalvis Terrasa	3

Caja Ingenieros	1
Crediges	2
Banco Pastor	1
Credit Agricole	1
Venture Finanzas	1
Gesiuris	1
Interdin	1
Caja Tarragona	1
Banco Cooperativo	7
Riva Y García Ahorro	1
Caja Duero	1
Gesiuris	1
Pprivat Bank-Degroof	1
Bancaja	1
Banco Espirito Santo	1
Premiun Ahorro	1
Inverseguros	1
U.B.S.	1
Cajamar	1
Asesores Y Gestores	1
Tarfon	1
Total fondos analizados	236

Anexo 2: N° fondos renta fija a largo plazo analizados (ganadores o perdedores) por gestoras (2009-2013)

Grupo Financiero	N° Fondos
Grupo March	1
Banco Popular	2
Bankinter	5
La Caixa	29
Bancaja	1
Fibanc	1
Caja Cantabria	1
Mapfre	2
Credit Agricole	1
Santander	10
Privat Bank-Degroof	1
Gesbusa	1
Banco Aalcala	1
B. Espirito Santo	3
Ahorro Corporación	3

Fortis	1
Riva Y Garcia	1
Banco Cooperativo	4
Bilbao Bizkaia Kutxa	1
Caja Penedes	1
Caja Salamanca Soria	1
Caja Madrid / Bankia	6
Bankpyme	2
Caja Cataluña	1
B.B.V.A.	9
Banco Caminos	1
Mutua Madrileña	1
Caja Asturias	1
BNP PARIBAS ESPAÑA	1
Caja España	2
Bilbao Bizkaia Kutxa	1
BARCLAYS	4
Banco Sabadell	7
Banco Pastor	1
Caja Navarra	1
Caja Laboral Popular	1
Seguros Bilbao	1
Allianz Popular	1
Caixa Estalvis Terrasa	1
Banco Caminos	1
Renta 4	1
Kutxabank	4
Credit Suisse	1
U.B.S.	1
Mutua Madrileña	5
Deutsche Bank	3
BCA.Privada de Andorra	2
GVC Gaesco	1
Ibercaja	7
Mediolanum	3
Aviva	2
Total fondos analizados	144