



Trabajo Fin de Grado

El impacto del Brexit en los fondos de inversión españoles

Autor

David Serrat Claver

Director

Cristina Ortiz Lázaro

Facultad de Economía y Empresa / Grado de Finanzas y Contabilidad

Curso 2017-2018

Información

Título: *El impacto del Brexit en los fondos de inversión españoles*

The impact of Brexit on spanish mutual funds

Autor: David Serrat Claver

Director: Cristina Ortiz Lázaro

Titulación: Grado de Finanzas y Contabilidad

Resumen

La victoria del Brexit en el referéndum celebrado el 23 de Junio tuvo enormes consecuencias para los países de la Unión Europea. Al día siguiente se produjo un viernes negro en los mercados de todo el mundo. El FTSE100 cayó más del 3%, y la libra esterlina se desplomó a precios de 1985. En una jornada tan gris, y con los convulsos meses que se vivieron posteriormente en Reino Unido, cabe esperar que los fondos con inversiones en el país sufrieran las consecuencias.

Este trabajo trata de comprender cómo los fondos de inversión responden ante un acontecimiento tan trascendental. Para ello se ha analizado la cartera de 83 fondos españoles clasificados por su vocación inversora como renta variable internacional. El periodo temporal estudiado ha sido desde enero de 2015 hasta junio de 2017. De esta forma se ha podido observar cuál ha sido la evolución del peso en cartera de las inversiones en Reino Unido. Además se ha analizado si los fondos siguieron apostando por los títulos británicos, o si por el contrario prefirieron redistribuir su capital invirtiéndolo en otros mercados. También se ha podido vislumbrar cuál era la situación y el nivel de confianza de los gestores un año después del Brexit.

Palabras clave: fondos de renta variable internacional, Brexit, títulos GB, FTSE100, capital, peso en cartera.

Abstract

Brexit's victory in the referendum held on 23th of June had enormous consequences for the countries of the European Union. Next day was a black Friday in the markets over the world. FTSE100 fell more than 3%, and the Great Britain pound plummeted to prices of 1985. On such a grim day, and with the turbulent months that followed in the UK, it is to be expected that the mutual funds with investments in the country would suffer the consequences.

This paper seeks to understand how mutual funds respond to this important event. Thus, we analysed the structure of 83 Spanish mutual funds classified by their investment vocation as international equities. The time gap studied was from January 2015 to June 2017. Thus, we could observe the evolution of the weight in the portfolio of investments in the United Kingdom. In addition, we analysed whether the funds continued to invest in British securities, or whether they decided to redistribute their capital by investing in other markets. Furthermore, we could observe the situation and the confidence of the portfolio managers one year after Brexit.

Keywords: international equity funds, Brexit, GB securities, FTSE100, capital, portfolio weight.

ÍNDICE

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN	6
CAPÍTULO II. CONTEXTUALIZACIÓN	7
2.2. Evolución de los mercados.....	8
CAPÍTULO III. MARCO TEÓRICO	11
3.1 Normativa de los fondos	11
3.2 Estudios sobre la gestión de fondos internacionales	12
CAPÍTULO IV. ANÁLISIS EMPÍRICO	16
4.1. Objetivos del estudio	16
4.2 Obtención de datos	16
4.3. Metodología.....	20
4.4. Resultados	21
4.5 Conclusiones.....	26
BIBLIOGRAFÍA	27

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

<i>Gráfico 2.2.1: Evolución del índice FTSE100 (Enero 2015- Junio 2017).....</i>	<i>8</i>
<i>Gráfico 2.2.2: Evolución GBP/EUR (Enero 2015- Junio 2017).....</i>	<i>9</i>
<i>Gráfico 2.2.3: Evolución GBP/USD (Junio 2016- Julio 2016).....</i>	<i>10</i>
<i>Tabla 3.2.1: Localización de las inversiones de los fondos</i>	<i>12</i>
<i>Tabla 3.2.2: Variables explicativas del sesgo doméstico (Home Bias).....</i>	<i>13</i>
<i>Gráfico 4.4.1: Evolución del peso de la renta GB en cartera.....</i>	<i>21</i>
<i>Gráfico 4.4.2: Tendencia del peso de la renta GB en cartera</i>	<i>22</i>
<i>Tabla 4.4.1: Evolución trimestral del peso en cartera de los títulos GB</i>	<i>19</i>
<i>Gráfico 4.4.3: Evolución de las inversiones de los fondos en Reino Unido</i>	<i>22</i>
<i>Gráfico 4.4.4: Comparativa inversiones con FTSE100</i>	<i>23</i>
<i>Tabla 4.4.2: Evolución trimestral de las inversiones en títulos GB de los 83 fondos....</i>	<i>25</i>

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

El Brexit es uno de los acontecimientos más significativos de las últimas décadas. El 23 de junio del año 2016 los ciudadanos británicos decidieron por mayoría y mediante referéndum dejar de formar parte de la Unión Europea. Un hecho insólito y sin precedentes que rompió todas las previsiones realizadas. Al día siguiente los mercados de todo el mundo reaccionaron negativamente ante la noticia, registrando caídas históricas. Otro viernes negro. Los principales mercados de renta variable sufrieron caídas de más del 10%. Y la libra esterlina retrocedió a niveles de 1985.

Ante un acontecimiento de tales magnitudes cabe preguntarse, ¿estaba preparado el mundo de las finanzas para este suceso? ¿Habían previsto los fondos de inversiones que esto pudiera suceder? ¿Cómo se habían posicionado los meses previos al referéndum? ¿Cómo varió su política de inversiones los meses posteriores?

Este trabajo intenta dar respuesta a todas estas preguntas para conocer cómo actúan los fondos de inversión ante un suceso que altera completamente los mercados. Y más concretamente para entender cómo han evolucionado las inversiones en Reino Unido. Para ello se estudian las carteras de los fondos españoles que han invertido en renta variable británica entre enero de 2015 y junio de 2017.

El lector se pondrá en la piel del gestor de carteras para comprender cómo piensan y qué decisiones se toman ante un escenario tan complicado como lo es el Brexit. Además, gracias a este estudio el lector podrá comprender cuáles son las consecuencias económicas que conlleva una situación de enorme incertidumbre. Una menor o mayor inyección de capital extranjero en un país supone disponer de más recursos para acometer inversiones de todo tipo. Por lo tanto, es útil entender cómo las decisiones políticas afectan a la confianza del inversor extranjero, ya que de forma indirecta tiene repercusiones para los ciudadanos del país.

En el siguiente capítulo se contextualiza el Brexit, describiendo la cronología del mismo, así como la evolución de los mercados durante el periodo temporal descrito. En el capítulo 3 estudiaremos el marco teórico del estudio, repasando la normativa española sobre los fondos de inversión, y otras investigaciones anteriores que van en línea con nuestro trabajo. En el capítulo 4 explicaremos el procedimiento seguido y la metodología acabada. Por último, presentaremos los resultados obtenidos en nuestra investigación junto con las conclusiones finales.

CAPÍTULO II. CONTEXTUALIZACIÓN

2.1. Cronología del Brexit

7 Mayo 2015. David Cameron, quién prometió celebrar el referéndum sobre la permanencia de Reino Unido en la Unión Europea antes del 2015, gana las elecciones generales británicas con mayoría absoluta.

8 Septiembre 2015. La Cámara de los Comunes da luz verde a la ley que autoriza la convocatoria de un referéndum europeo.

20 Febrero 2016. David Cameron anuncia que el referéndum se celebrará el 23 de junio de 2016 y confirma que la postura oficial del Gobierno será la de defender la continuidad en “una Europa reformada”.

15 Abril 2016. Comienza la campaña oficial para el referéndum.

23 Junio 2016. Referéndum sobre la salida de la UE. El Brexit suma el 51,90% de los votos.

24 Junio 2016. Dimite el primer ministro, el conservador David Cameron.

11 Julio 2016. Theresa May es elegida líder del Partido Conservador, y dos días después recibe el encargo de la reina de formar gobierno.

17 Enero 2017. Theresa May toma partido por un Brexit duro y anuncia que supondrá asimismo la salida del mercado único y de la unión aduanera.

13 Marzo 2017. El Parlamento británico aprueba el proyecto ley para el abandono de la Unión Europea.

16 Marzo 2017. La reina Isabel II se muestra en desacuerdo con la ley del Brexit, que autoriza al gobierno a comunicar a Bruselas que activa la salida de Reino Unido de la Unión Europea.

29 Marzo 2017. El Reino Unido activa formalmente el artículo 50 del Tratado de Lisboa, con lo que se inicia el proceso de abandono de la UE.

29 Abril 2017. La cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de la UE fija sus directrices para la negociación y sus prioridades: derechos de los ciudadanos, la factura que deberá abonar Londres para la salida y el régimen fronterizo con Irlanda.

8 Junio 2017. Theresa May y los conservadores británicos pierden inesperadamente la mayoría absoluta en las elecciones legislativas anticipadas.

19 Junio 2017. Inicio formal de las negociaciones entre el Reino Unido y la UE en Bruselas. Deberán concluir antes de final de marzo del 2019.

21 Junio 2017. Theresa May, debilitada tras el batacazo electoral, suaviza el tono y aboga por un Brexit “consensuado”.

2.2. Evolución de los mercados

Durante las semanas previas al referéndum del Brexit se llevaron a cabo numerosas especulaciones y previsiones sobre cuáles podrían ser los efectos en los mercados en el caso de que se confirmara la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Según JP Morgan y Deutsche Bank, la renta variable británica no caería a niveles tan bajos como previsiblemente sucedería en el caso de la mayoría de mercados europeos. Los analistas de JP Morgan apuntaban a que las principales compañías británicas realizan el 72% de sus ventas en el extranjero. Así que la más que probable depreciación de la libra amortiguaría la bajada de las cotizaciones de las empresas británicas. Una libra que podría depreciarse entre un 10% y un 15%, alcanzando la paridad con respecto al euro.¹

Gráfico 2.2.1: Evolución del índice FTSE100 (Enero 2015- Junio 2017)



Fuente: London Stock Exchange

¹ El Mundo. (2016). *¿Por qué la Bolsa de Londres es la única que no se hunde por el Brexit?* [Consulta: 20/04/2018]. Disponible en: <http://www.elmundo.es/economia/2016/06/14/575f0749268e3e3e3a8b45ef.html>

El día 24 de junio, y tras conocerse la victoria del Brexit en el referéndum del día anterior, se vivió una jornada de pánico en los mercados. Un viernes negro. Algunos índices vivieron una de las sesiones más grises que se recuerdan. Es el caso del Ibex35, que registró una caída del 12,35%, la mayor de su historia. Esta situación contrasta con la producida en la Bolsa de Londres, donde el FTSE100 tan solo cayó un 3,15%, logrando ser el índice menos bajista de Europa. Aunque la caída sería algo mayor al tener en cuenta que los valores de dicho índice cotizan en libras, y al convertirlos en euros obtendríamos un peor resultado.

En cuanto a la libra esterlina, su valor se desplomó tras conocerse la noticia. Ese viernes 24 de junio, al cierre de la sesión, cada libra se intercambiaba por 1,37 dólares, lo que supone una bajada del 7,48% con respecto a su valor del día anterior. Ese fue su precio más bajo desde 1985². La depreciación de la libra fue también la mayor jamás registrada en un solo día. Sin embargo, la bajada de la libra con respecto al euro fue más suave, un 5,29%, hasta los 1,23 euros. La depreciación de la libra en contraposición con el euro ha sido más leve debido a que el euro también se ha depreciado si lo comparamos con el dólar.³ Es innegable que la salida del Reino Unido perjudica notablemente a todos los países que forman el Euro.

Gráfico 2.2.2: Evolución GBP/EUR (Enero 2015- Junio 2017)



Fuente: London Stock Exchange

² BBC Mundo. (2016). *Brexit: la libra esterlina cae a sus niveles más bajos desde 1985 y las acciones se desploman*. [Consulta: 14/04/2018]. Disponible en: <http://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-36616058>

³ El País. (2016). *¿Cómo afecta el 'Brexit' al cambio libra-euro?* [Consulta: 20/04/2018]. Disponible en: https://elpais.com/economia/2016/06/24/actualidad/1466780808_306676.html

Por tanto las previsiones hechas en las semanas previas al referéndum se cumplieron. La bajada del FTSE100 fue menor a la de sus homólogos europeos debido al efecto de la libra. Por su parte, la libra esterlina se depreció algo menos de lo que cabía esperar, ya que la paridad con respecto al euro todavía quedó bastante alejada.

Durante el año siguiente la Bolsa de Londres subió hasta alcanzar los niveles previos a la convocatoria del referéndum sobre el Brexit. Hecho que se produjo al comienzo del 2017 al superar los 7050 puntos. A mediados de año, el índice FTSE100 ya rozaba los 7500 puntos. Por su parte la libra esterlina siguió depreciándose hasta alcanzar un precio de 1,10 euros. Hacia finales del 2016, sufrió una apreciación que le permitió recuperar parte del terreno perdido. Sin embargo, a lo largo del primer semestre de 2017, su precio se ha ido manteniendo estable con varios altibajos. En junio de 2017 su valor se situaba en los 1,12 euros.

Gráfico 2.2.3: Evolución GBP/USD (Junio 2016- Julio 2016)



Fuente: Bank of England

CAPÍTULO III. MARCO TEÓRICO

3.1 Normativa de los fondos

Los fondos en los que nos vamos a concentrar en este estudio son los fondos de renta variable internacional, por ser instituciones de inversión a las que les afecta especialmente el Brexit al tener parte de su dinero invertido en el extranjero. Más concretamente nos centramos en aquellos fondos de renta variable internacional que invierten en Reino Unido.

Según la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, se considerarán fondos de renta variable internacional aquellos que teniendo una exposición a renta variable superior al 75%, la suma de sus inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas en el área euro sea inferior al 60% y/o que su exposición al riesgo divisa sea superior al 30%. En caso de que no se cumplan ninguna de estas dos circunstancias, la vocación inversora del fondo será la renta variable euro.

La naturaleza de estos fondos viene justificada en gran parte por el artículo 23 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Según este artículo las IIC deberán invertir su activo atendiendo al principio de diversificación del riesgo. Por tanto, las IIC deberán limitar la concentración del riesgo de contrapartida de forma que se garantice la suficiente diversificación. Los fondos de renta variable internacional precisamente una de las ventajas que tienen es la diversificación del riesgo, al invertir en distintos países y continentes con distintas coyunturas económicas.

Por otra parte, como señala el artículo 30 de esta misma ley, para cumplir el principio de diversificación de riesgo, la inversión en activos e instrumentos financieros de un mismo emisor, o de entidades del mismo grupo, no podrá superar el cinco por ciento o el 15 por ciento, respectivamente del activo de la IIC. El límite del cinco por ciento queda ampliado al 10 por ciento siempre que el total de las inversiones de la IIC en valores en los que supere el cinco por ciento no exceda del 40 por ciento del activo de la misma. Sin embargo, según la naturaleza de la institución, del partícipe y de los activos en los que se invierta, se podrá establecer un límite superior, así como porcentajes adicionales de diversificación del riesgo.

3.2 Estudios sobre la gestión de fondos internacionales

El mayor acceso a todo tipo de mercados alrededor del mundo ha proporcionado una mayor diversificación de las inversiones. Está ampliamente reconocido que la diversificación geográfica proporciona mayores ganancias a los inversores. Así lo demuestran algunos estudios como DeSantis and Gerard (1997). Numerosos fondos de inversión internacional aparecieron a lo largo de la década de los noventa. Pero, todavía siguen existiendo ciertos sesgos o condicionantes que impiden a este tipo de fondos una completa diversificación.

Chan, Covrig y NG (2005) llevaron a cabo un estudio para explicar los determinantes de la internacionalización de las inversiones de los fondos de inversión. Analizaron la cartera de un total de 26 fondos de renta variable de países desarrollados y en vías de desarrollo para determinar cómo se distribuían las inversiones y el porqué de esa distribución. Demostraron que en todos los países, la mayoría de los fondos invierte en renta variable nacional en lugar de optar por la diversificación geográfica (Home bias). En el caso de España, el 36% de las inversiones de los fondos españoles se concentran en el mercado español (Tabla 3.2.1).

Tabla 3.2.1: Localización de las inversiones de los fondos

	Market Capital Weight	US	UK	CA	GM	IT	SW	FR	SZ	AU	BE	DA	EL	FI
No. of mutual funds		6,144	2,021	1,351	4,493	441	377	1,400	399	169	366	137	156	75
Market value of mutual fund holdings (\$billion)		3056.5	604.6	131.1	379.5	94.9	62.7	146.1	82.3	8.8	34.8	7.4	16.4	3.5
US	46.85	85.66	24.99	61.85	12.91	19.78	15.58	18.47	33.41	26.00	23.96	17.77	39.85	5.97
UK	8.13	2.69	43.06	2.11	9.63	8.67	8.67	4.19	8.26	8.83	8.07	8.64	12.90	20.60
CA	2.44	0.23	0.40	26.99	0.25	0.15	0.25	0.34	0.80	0.39	0.47	0.32	0.15	0.18
GM	3.99	1.05	3.23	1.03	33.49	6.05	2.32	3.49	6.91	18.79	6.84	6.73	5.32	3.34
IT	2.22	0.48	1.75	0.36	3.58	35.37	0.86	1.92	2.30	2.07	3.27	3.42	6.43	0.99
SW	1.03	0.41	1.37	0.30	1.79	1.13	46.74	0.53	1.05	1.09	1.28	4.28	0.88	6.59
FR	4.32	1.46	5.60	1.23	12.70	6.02	2.79	55.27	6.55	7.05	9.93	6.48	5.35	3.78
SZ	2.21	0.67	2.35	0.53	4.67	3.01	3.34	1.40	21.03	4.69	3.19	3.59	3.61	1.92
AU	0.09	0.02	0.06	0.03	0.16	0.02	0.03	0.03	0.10	6.77	0.17	0.23	0.03	0.03
BE	0.55	0.04	0.23	0.02	0.28	0.10	0.04	0.49	0.21	0.21	24.73	0.24	0.01	0.13
DA	0.31	0.08	0.30	0.10	0.16	0.11	0.88	0.08	0.24	0.04	0.42	18.41	0.24	1.97
EL	0.19	0.07	0.46	0.13	0.24	0.13	0.33	0.15	0.14	0.25	0.24	0.20	6.14	0.18
FI	0.95	0.48	1.15	0.25	3.74	2.02	9.55	0.96	1.50	1.53	2.27	3.60	1.24	45.70
GR	0.46	0.03	0.11	0.01	0.04	0.19	0.03	0.05	0.12	0.02	0.20	0.38	0.23	0.00
LU	0.10	0.04	0.13	0.00	0.07	0.05	0.08	0.01	0.09	0.11	0.38	0.01	0.10	1.60
NO	0.19	0.08	0.19	0.05	0.09	0.05	0.58	0.07	0.16	0.21	0.17	0.63	0.07	1.20
PO	0.19	0.04	0.15	0.04	0.22	0.26	0.03	0.12	0.23	0.10	0.32	0.32	0.09	0.17
SP	1.39	0.34	1.32	0.26	2.93	1.50	0.89	1.32	1.67	1.09	2.27	1.80	1.55	0.89
NL	1.97	0.84	2.55	0.55	6.86	3.05	1.54	4.06	3.41	4.18	6.47	3.41	3.41	1.84
JA	11.29	2.97	5.68	3.04	4.99	9.19	3.42	5.74	7.63	12.82	3.55	11.86	7.21	2.01

Fuente: Chan, Covrig y NG (2005)

En cuanto a los motivos de la menor diversificación geográfica, Chan, Covrig y NG (2005) concluyeron que existen varias causas. Por un lado, las inversiones dependen de la situación económica del país, en la que influye el PIB per cápita, el PIB, la facilidad de crédito o el volumen de inversiones extranjeras en el país entre otros. Otra de las

causas es la restricción al capital extranjero que existe en los países. Aunque estas restricciones son cada vez menores en la mayoría de los estados. También influye el nivel de desarrollo con el que cuentan los mercados de los países. Un mayor desarrollo proporciona una mayor seguridad y una mayor liquidez. La familiaridad con el mercado y su conocimiento es otro motivo por el que muchos fondos invierten principalmente en los mercados nacionales. Otra variable que puede influir a la hora de la diversificación geográfica puede ser la protección al inversor gracias a una mejor legislación.

Tabla 3.2.2: Variables explicativas del sesgo doméstico (Home Bias)

	Economic Development					Capital Control	Stock Market Development				Familiarity
	GDP Per Capita (\$)	Real GDP Growth (%)	Trade Volume (% of GDP)	Foreign Direct Investment (% of GDP)	Country Credit Rating		Stock Market Capitalization (% of GDP)	Turnover	Transaction Costs	Emerging Market Dummy	
US	33,846	3.8	11.9	0.09	90.9	10	1.80	113.4	29.2	0	0.21
UK	24,168	1.9	27.5	0.23	90.2	10	2.07	48.2	34.1	0	0.21
CA	20,890	3.7	40.9	0.22	83.5	10	1.25	60.9	46.8	0	0.25
GM	25,508	1.0	28.1	0.11	92.0	10	0.68	122.6	30.6	0	0.04
IT	20,014	1.3	24.8	0.09	81.3	10	0.63	74.3	41.0	0	0.00
SW	26,630	3.9	40.5	0.23	81.2	10	1.58	70.5	33.0	0	0.00
FR	24,058	2.7	25.5	0.12	91.4	5	1.04	63.3	35.7	0	0.06
SZ	36,071	1.7	38.6	0.23	93.0	10	2.70	89.7	38.6	0	0.11
AU	25,452	2.0	45.7	0.12	89.4	8	0.16	54.3	53.2	0	0.04
BE	23,871	2.2	73.9	0.67	84.9	10	0.76	25.3	27.1	0	0.06
DA	32,675	1.3	35.5	0.18	85.1	10	0.61	58.4	40.8	0	0.00
EL	24,353	8.6	92.7	0.26	83.4	8	0.47	87.2	93.7	0	0.21
FI	24,430	3.7	35.5	0.12	83.6	8	2.77	48.8	45.2	0	0.00
GR	11,407	3.3	15.2	0.18	59.1	8	1.70	102.7	105.1	1	0.00
ISRAEL	16,167	2.3	36.6	0.09	55.8	2	0.65	28.2	N.A.	1	0.00
LU	44,424	5.1	86.7	N.A.	90.3	N.A.	1.92	N.A.	43.2	0	0.06
NO	34,269	0.6	35.8	0.16	87.7	8	0.42	82.6	41.5	0	0.00

Fuente: Chan, Covrig y NG (2005)

Cumby y Glen (1990) examinaron las rentabilidades de una muestra de quince fondos de inversión diversificados internacionalmente con sede en Estados Unidos entre 1982 y 1988. Para evaluar el rendimiento del fondo usaron la fórmula de Jensen y la fórmula de ponderación positiva propuesta por Grinblatt y Titman (1989). Ambos concluyeron que no existe evidencia de que los fondos, ya sea individualmente o en su conjunto, proporcionen a los inversores un rendimiento que supere el de un amplio índice de renta variable internacional durante este período de la muestra.

Kao, Cheng, Chan (1998) estudiaron la capacidad de selección y de market timing de los gestores de fondos de inversión internacionales. Analizaron la rentabilidad histórica que presentaron 97 fondos de inversión internacionales durante 5 años. Los resultados que obtuvieron pusieron en evidencia que los gestores de fondos de inversión internacionales poseen una buena capacidad de selección y un buen rendimiento en general. Sin embargo, encontraron pruebas convincentes de una escasa capacidad de market timing. Estos resultados, junto con las investigaciones anteriores que realizaron sobre los fondos de inversión nacionales, demuestran que existe una correlación

negativa entre la capacidad de selección de los gestores de fondos internacionales y la capacidad de market timing. Además, concluyeron que los gestores de fondos europeos presentan peores resultados que los de los otros fondos internacionales.

Dash y Kumar (2008) analizaron cómo afectan las variables macroeconómicas a la rentabilidad y a la volatilidad de los fondos de inversión. Usaron una muestra de tres fondos indios para el periodo entre octubre de 2006 y junio de 2008. Las variables macroeconómicas que usaron fueron la rentabilidad de los benchmarks, los tipos de cambio, los tipos de interés, la inflación y el precio del petróleo. Para determinar el efecto de estas variables utilizaron el test de causalidad de Granger. Tras la investigación determinaron que todas las variables macroeconómicas analizadas guardaban relación con los resultados que obtenían los fondos. También concluyeron que el test de causalidad de Granger se puede aplicar a todos los fondos de inversión para esclarecer el nivel de influencia de cada variable.

Gupta y Sinha (2016) realizaron un estudio en el que analizaron como los eventos económicos afectaban a la rentabilidad de los fondos de inversión en la India. Para ello analizaron dos de los principales fondos de inversión de la India (ICICI Prudential Balanced fund- Direct PlanGrowth y ICICI Prudential Dynamic-Direct PlanGrowth), y el efecto que han tenido en sus rentabilidades dos acontecimientos económicos importantes. Uno de ellos de magnitud internacional, como es el Brexit, y otro de magnitud local, como es la subida de impuestos en la India. El horizonte temporal que consideraron fue de 180 días, es decir, los 3 meses anteriores a que tuviera lugar el suceso, y los 3 meses posteriores. Usaron un modelo de regresión lineal para analizar las desviaciones de las rentabilidades.

Tras realizar las estimaciones concluyeron que ninguno de los acontecimientos tuvo una influencia significativa en la rentabilidad de los fondos. Solamente el Brexit pudo tener cierta incidencia en los resultados de uno de los fondos. También apuntaron a que los resultados podrían estar condicionados al horizonte temporal elegido de 180 días. Usando un periodo diferente se podrían obtener conclusiones distintas.

Después de analizar los trabajos llevados a cabo sobre la gestión de los fondos de renta variable internacional y los factores que condicionan sus inversiones y por ende su rendimiento, nos damos cuenta de que no se ha llevado a cabo ningún estudio acerca del impacto que ha tenido el Brexit en la política de inversiones de los gestores. Gupta y

Sinha (2016) investigan el impacto del Brexit pero analizando la rentabilidad global de dos fondos indios y con un horizonte temporal de solo 6 meses.

Según el estudio de Chan, Covrig y NG (2005), los fondos son propensos a invertir en aquellos mercados cercanos porque se conocen mejor y son más familiares. Siguiendo esta teoría es lógico pensar que el impacto del Brexit sería mucho mayor en los fondos internacionales españoles debido a la proximidad existente entre ambos países. Un hecho que condiciona la política de inversiones en Reino Unido. Además, ampliando el estudio a un horizonte temporal mayor resultará más fácil evidenciar de forma más significativa los cambios que se produzcan en la cartera de los fondos españoles de renta variable internacional.

CAPÍTULO IV. ANÁLISIS EMPÍRICO

4.1. Objetivos del estudio

La investigación ha sido diseñada teniendo presente los objetivos perseguidos, que son los siguientes:

1. Cómo responden los gestores ante un acontecimiento tan importante y ante el que puedes posicionarte durante los meses previos.
2. Cómo ha afectado el Brexit a los fondos españoles que invierten en renta variable internacional.
3. Política de inversión de los fondos españoles de renta variable internacional en renta variable británica.
4. Nivel de confianza de los fondos españoles en la renta variable británica.

4.2 Obtención de datos

Para analizar la evolución de las inversiones de los fondos españoles en Reino Unido desde enero de 2015 hasta junio de 2017, se decidió acotar el estudio a los fondos españoles clasificados por su vocación inversora en la categoría de renta variable internacional. Se tomó esta decisión por dos motivos. Por un lado, el trabajar con todos los fondos españoles hubiera resultado inviable debido a la enorme cantidad de información que se hubiera generado. Por tanto, el manejo y la síntesis de todos esos datos hubieran complicado este trabajo. Por otro lado, la cantidad de títulos que cotizan en el mercado británico en los que pueden invertir los fondos de renta variable internacional es mayor porque no están obligados a tener un porcentaje mínimo de títulos emitidos por entidades radicadas en la zona euro en cartera.

La información sobre qué fondos españoles están clasificados como renta variable internacional se extrajo de la base de datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)⁴. Desde el Registro Oficial de la CNMV se descargó un fichero en formato Microsoft Excel, que contenía información de todos los fondos españoles registrados hasta la fecha. Pero solo interesaban aquellos fondos catalogados como renta

⁴ La CNMV es un organismo nacional que protege a los inversores velando por la transparencia del mercado y la correcta formación de los precios. Además, se encarga de almacenar información de los intervinientes del mercado, contenida en los Registros Oficiales que son de carácter público.

variable internacional que existían a fecha 01/01/2015. Se obtuvo que según los criterios buscados existían un total de 120 fondos con esas características. Cada fondo, tiene un número de registro único que lo identifica.

La información más importante para la realización de la investigación ha sido la cartera de los fondos, es decir, los valores en los que ha invertido cada fondo, identificados por su código ISIN⁵. De esa forma se podrá calcular cuánto ha invertido cada fondo en cada uno de los valores entre enero de 2015 y junio de 2017. Esta información ha sido obtenida a través de la base de datos de Morningstar⁶. Los fondos están obligados a comunicar los títulos en los que invierten y su valor, así como el patrimonio total del fondo. La mayoría realiza la comunicación con carácter mensual, aunque existen algunos fondos que la realiza trimestralmente. Por lo tanto, existe cierta falta de información en algunos casos.

A través de la licencia con la que cuenta el Departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universidad de Zaragoza se tuvo acceso a la base de datos de Morningstar. Se descargó toda la información de los 120 fondos de renta variable internacional desde Enero de 2015 hasta Junio de 2017. Llegado a este punto se tuvieron que descartar 4 fondos (138, 4499, 4809 y 4823) debido a que no aparecía ninguna información en la base de datos. Así que la cantidad de fondos se redujo a 116.

Una vez descargados todos los fondos se procedió a localizar los títulos de renta variable británicos en los que habían invertido cada uno de los fondos. Se identificaron aquellos títulos cuyo ISIN comienza por GB, ya que indica que el emisor del valor es una empresa británica. A partir de ahora, y para facilitar el seguimiento del estudio, se nombrarán a este tipo de valores como títulos GB.

En esta fase de identificación de los títulos GB, se tuvieron que descartar bastantes fondos debido a que no añadían valor a la investigación. Por un lado, se descartaron 2 fondos (909 y 4135) porque no completaban el periodo temporal objeto de estudio. Sí que existían en enero de 2015, pero en junio de 2017 ya se habían disuelto. Por otro

⁵ El ISIN (International Securities Identification Number) es un código compuesto por 12 caracteres alfanuméricos que se utiliza para la identificación de los valores mobiliarios. Los dos primeros caracteres se corresponden con el código del país del emisor del valor.

⁶ Morningstar, Inc. es una empresa estadounidense que clasifica y organiza toda la información relativa a los fondos de inversión, catalogándolos y clasificándolos según su rentabilidad-riesgo. También cuenta con una base de datos en la que recoge toda la información relativa a los fondos de inversión.

lado, 31 fondos no invertían en títulos GB. Tenían en cartera valores de renta variable de otros países alrededor del mundo, pero no los que interesaban. Lógicamente se decidió no incluir a estos fondos en el estudio. Por tanto, y después de realizar los ajustes necesarios y acotar el número de fondos objeto de estudio, se utilizaron 83 fondos españoles para llevar a cabo la investigación.

Otra información imprescindible fue el patrimonio mensual de los fondos de inversión. En un principio se pensó en obtenerlo agregando los valores mensuales de cada título en cada fondo, utilizando la base de datos que se había descargado previamente. Pero la liquidez de los fondos presentaba dificultades. De forma que agregando todos los valores, incluido el de la liquidez, no resultaba el patrimonio real. Por este motivo se tomó la decisión de recurrir a la base de datos de la CNMV para obtener el patrimonio real. Se descargaron los patrimonios mensuales de los 83 fondos, es decir, 30 valores, uno por cada mes que compone el periodo 01/01/2015 – 30/06/2017, para cada fondo.

También fue necesario obtener las cotizaciones de los títulos GB que aparecen en las carteras que se van a analizar. Cuando un título cambia de valor puede deberse a dos motivos. Puede ser que los títulos que tengamos en cartera hayan aumentado su precio o lo hayan disminuido. Pero puede darse el caso de que el fondo haya adquirido o vendido nuevos títulos. Por tanto, el aumento o disminución será una consecuencia de la variación del número de títulos y no de la variación de su precio de cotización. También puede darse el caso de que ocurran las dos cosas simultáneamente. El análisis para esclarecer que hay detrás del cambio de valor es imprescindible en nuestro estudio porque nos permitirá determinar si el fondo ha realizado nuevas inversiones, adquiriendo un mayor número de títulos, o si por el contrario ha mantenido o reducido su inversión. Así que en este punto resulta imprescindible contar con la cotización mensual de todos los títulos para el periodo temporal establecido.

En la identificación de todos los títulos para la posterior obtención de las cotizaciones surgieron dificultades. Había algunos títulos que presentaban el mismo nombre, pero en cambio tenían un código ISIN distinto. Otras acciones tenían códigos ISIN que no se correspondían con el código ISIN con el que cotizaban. También había títulos que ya no cotizaban en el mercado desde hacía más de un año. En total hubo más de 100 títulos que presentaban dificultades o complicaciones para establecer cuál era su verdadero código de identificación.

Para solucionar los problemas se buscó información acerca de cada título en el que no quedara claro su ISIN. Por suerte se logró identificar a cada acción con su código y no se tuvo que prescindir de ninguno. Algo que hubiera sesgado la investigación. Las dificultades que presentaban algunos valores se debían a que habían cambiado de código ISIN a lo largo de los 30 meses (01/01/2015 – 30/06/2017) que se estaban analizando, y el fondo no registró y cambió el código. Los cambios de ISIN en Reino Unido se producen cuando tienen lugar ampliaciones de capital por parte de las empresas, o si se producen splits o contrasplits⁷. Algunas acciones incluso habían cambiado más de tres veces su código identificativo. Otras, sin embargo, presentaban dos ISIN distintos porque había cotizado el derecho de suscripción⁸ en el momento de la ampliación de capital, o porque eran dos acciones de la misma compañía pero que tenían distintos derechos.

Tras resolver las dificultades que presentaban los títulos, eran 222 acciones distintas las que habían sido adquiridas por los 83 fondos españoles estudiados. Las cotizaciones históricas fueron obtenidas del portal Investing.com. Se descargaron los precios históricos de los 222 valores para el periodo comprendido entre enero de 2015 y junio de 2017. Llegado este momento surgió un nuevo inconveniente debido a que las cotizaciones estaban expresadas en libras, pero toda la información de los fondos estaba expresada en euros. Así que existía un problema de homogeneización. Para solventarlo se descargaron los precios de tipo de cambio mensuales euro/libra. Utilizando el tipo de cambio se convirtieron a euros las cotizaciones de los 222 títulos.

Después de descargar las cotizaciones históricas de los 222 títulos y convertirlas a euros, ya se disponía de toda la información necesaria para llevar a cabo los análisis. Se utilizó una hoja macro de Microsoft Excel para reunir en una sola hoja de cálculo todos los datos almacenados en los distintos libros Excel. Se elaboró una hoja macro con una tabla que recogía toda la información de los 83 fondos analizados. A partir de esa primera tabla original, se elaboraron otras dos tablas. Una de ellas con información acerca de la evolución del porcentaje de la inversión en renta variable británica sobre el

⁷ El “Split” o desdoblamiento de acciones, es una operación bursátil que consiste en aumentar, en una determinada proporción, el número de acciones en el mercado, y disminuir por esa misma proporción el precio de las mismas y su valor nominal. El “contrasplit” o agrupamiento de acciones, es la operación contraria.

⁸ Derecho de suscripción es el derecho que permite al accionista la posibilidad de suscribir nuevas acciones cuando realice una ampliación de capital.

patrimonio de cada fondo. Y la segunda con las causas que explican esas evoluciones y cambios.

4.3. Metodología

Para los 83 fondos, y dentro de cada uno, para cada mes, se calculó el porcentaje que los títulos de GB representan sobre el total del patrimonio del fondo de la siguiente manera:

$$\%GB_j = \frac{\sum_{i=1}^n SV_{ijk}}{NAV_{jk}} \times 100$$

donde $\%GB_j$ es el porcentaje que los títulos de GB representan sobre el total del patrimonio, SV_{ij} es el valor del título i en el fondo j y para el mes k ; n es el número de títulos GB de los que dispone el fondo i en el mes j ; y NAV_{ij} es el patrimonio del fondo j en el mes k .

Por otra parte, también se calculó el número de acciones de cada título que tienen en cartera los 83 fondos analizados. Para su cálculo se empleó la siguiente fórmula:

$$N_{ijk} = \frac{SV_{ijk}}{P_{ik}}$$

donde N_i es el número de acciones del título i que tiene el fondo j en el mes k , y P_{ik} es el precio de cotización de cierre del título i para el mes k .

Otros cálculos que se hicieron fueron la diferencia de valor entre el mes actual y el mes anterior, que se calculó como:

$$Dif_{ijk} = SV_{ijk} - SV_{ijk-1}$$

donde Dif_{ijk} es la diferencia de valor del título i en el fondo j para el mes k .

Para calcular qué parte de la diferencia se debe a la diferencia de los precios de cotización al cierre se utilizó esta fórmula:

$$PD_{ijk} = (P_{ik} - P_{ik-1}) \times N_{ijk-1}$$

donde PD_{ijk} es la diferencia de valor del título i en el fondo j para el mes k que se debe al cambio de los precios de cotización.

También se calculó qué parte de la diferencia se debe a la diferencia del número de acciones entre el presente mes y el anterior:

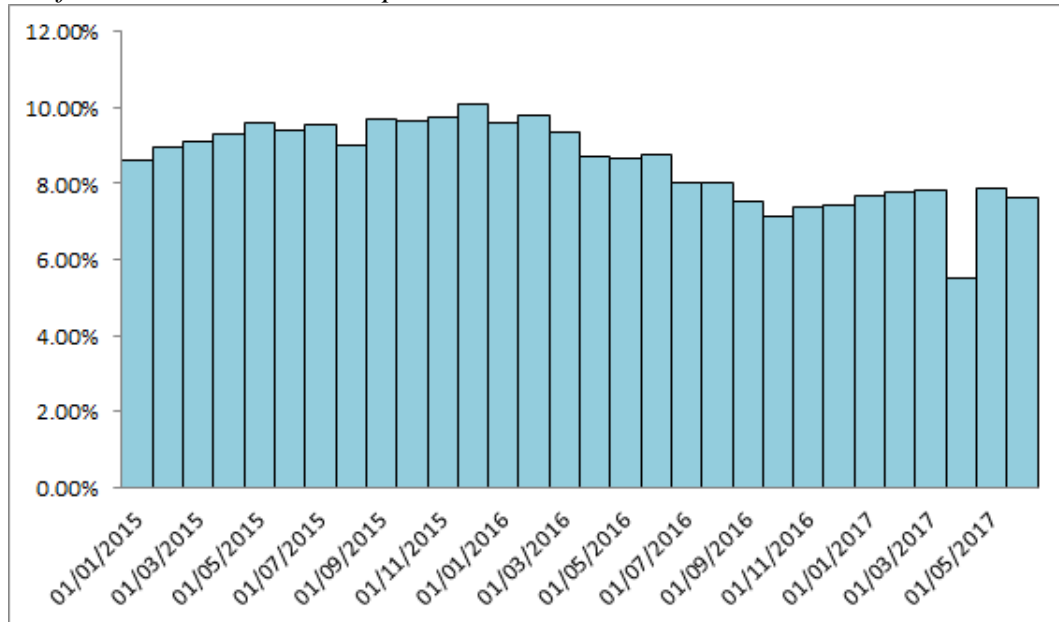
$$SD_{ijk} = (N_{ijk} - N_{ijk-1}) \times P_{ik}$$

donde SD_{ijk} es la diferencia de valor del título i en el fondo j para el mes k que se debe al cambio del número de acciones en cartera. Esta es la diferencia que interesa calcular, ya que en el caso de que exista indicaría que se ha producido una inversión en el título i , o una desinversión en el caso de que la diferencia fuera negativa.

4.4. Resultados

El gráfico 4.4.1 muestra la evolución del peso de los títulos GB en la cartera de los fondos de forma agregada. Para el periodo estudiado (01/01/2015 – 30/06/2017) se observa cierta estabilidad, oscilando el porcentaje entre el 7% y el 10%. Solamente se observa una pequeña anomalía en el mes de abril de 2017. No debe presuponerse que en el mes de abril se haya producido una fuga de las inversiones en Reino Unido por parte de los fondos españoles. Dicha anomalía puede deberse a diferentes causas que no guardan relación con nuestro objeto de estudio. Por ejemplo, la entrada de capital en

Gráfico 4.4.1: Evolución del peso de la renta GB en cartera



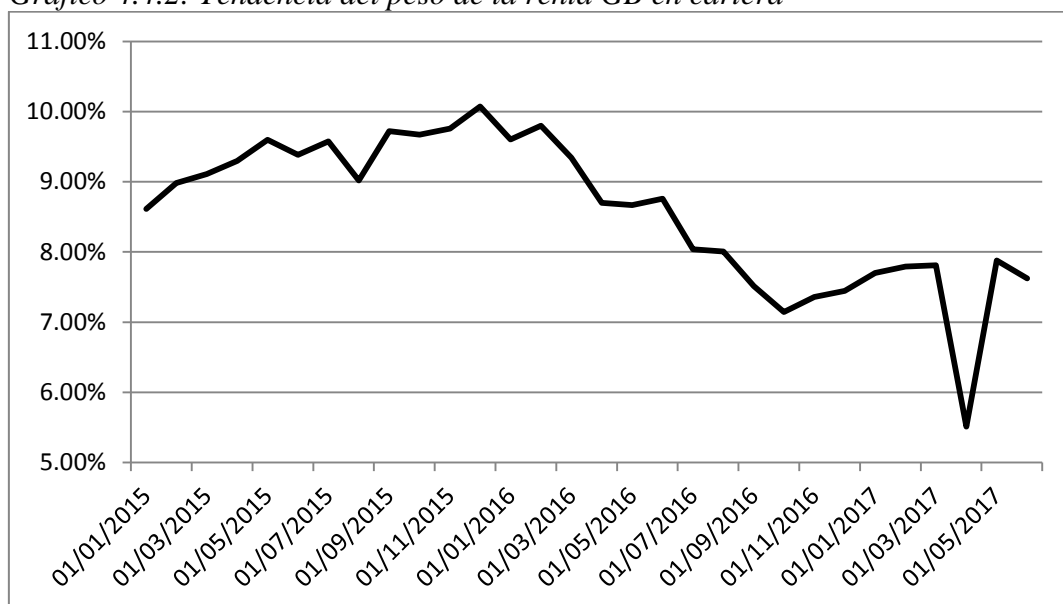
Fuente: Elaboración propia

varios fondos siendo invertido en otros mercados y/o fuertes subidas en otros mercados de renta variable pueden ser algunos de los motivos que se esconden detrás de la

reducción del porcentaje en el mes de abril. Por tanto, no nos centraremos en el análisis de esta anomalía al no ser considerada dentro del objeto de estudio.

Si observamos el gráfico 4.4.2, que muestra la misma información que el gráfico anterior pero con un rango más reducido en el eje de ordenadas, se pueden extraer conclusiones muy interesantes. Durante el año 2015, el peso de las inversiones en Reino Unido aumentó casi 1,5 puntos, pasando de representar el 8,50% del total de la cartera a representar el 10% de todas las inversiones que realizan los fondos españoles de renta variable internacional. La revalorización del FTSE100 solo justificaría hasta mayo ese aumento de peso, pues como vimos en el gráfico 2.2.1, a partir del mes de mayo de 2015, la bolsa de Londres comenzó un periodo bajista que duró casi un año. Así que otros motivos como la compra de más títulos GB, o una bajada más acusada en otros mercados que la experimentada por el FTSE100 pueden estar detrás de este aumento. El aumento o disminución de las inversiones en Reino Unido se analizará posteriormente.

Gráfico 4.4.2: Tendencia del peso de la renta GB en cartera



Fuente: Elaboración propia

También se observa que se produjo una gran bajada durante casi todo el 2016, con excepción de los últimos dos meses en los que se produjo un leve repunte. Entre enero de 2016 y octubre de ese mismo año, el peso de los títulos GB disminuyó hasta el 7%. En tan solo 10 meses la representación de las inversiones en valores británicos cayó un 30%. Una cifra más que significativa. Esta situación no es acorde con la evolución del mercado, ya que el índice de la Bolsa de Londres tuvo un periodo alcista durante ese

año. Por lo tanto, la disminución del peso se debe fundamentalmente a la desinversión y fuga de capital que se produjo a lo largo de 2016, como veremos posteriormente.

Cabe señalar que el peso de las inversiones en títulos GB se mantuvo estable en el primer semestre del 2017, con la salvedad del mes de abril de 2017.

En la tabla 4.4.1⁹ se muestra la evolución que ha presentado el peso en cartera de los títulos GB para los 83 fondos. En muchos fondos destaca el porcentaje de junio de 2016, el mes en el que se produjo el referéndum que dio la victoria por mayoría al Brexit. En ese sentido se observa como desde marzo de 2016 hasta junio de 2016, el peso en cartera disminuyó debido a la bajada que experimentó el FTSE100 del 3,15% al día siguiente del referéndum. De manera agregada también se observa el efecto Brexit, ya que el peso global pasó de ser del 9,34% al final del primer trimestre del 2016, al 8,74% a finales de junio.

Por otro lado, la mayoría de los fondos no han alcanzado los niveles pre Brexit ha fecha de junio de 2017. Muchos ni siquiera han superado el peso promedio que mantenían desde enero de 2015. A nivel agregado, el porcentaje que representa la renta variable británica a 30 de junio de 2017 es del 7,63%, cifra muy alejada de la media de los últimos dos años y medio que era del 8,68% sobre el total de la cartera.

Estos resultados pueden llevar a pensar que la renta variable británica ha perdido importancia en la cartera de los fondos que invierten en renta variable internacional. Según este análisis, los gestores de este tipo de carteras están más predispuestos a que valores de otros mercados tengan un mayor peso en sus fondos.

⁹ En los casos en los que el porcentaje es del 0% significa que no se ha encontrado información sobre ese fondo. Hay que tener en cuenta que algunos fondos presentan solamente información con periodicidad trimestral.

Tabla 4.4.1: Evolución trimestral del peso en cartera de los títulos GB

Panel A : Primeros 27 fondos											
Número de registro	31/03/2015	30/06/2015	30/09/2015	31/12/2015	31/03/2016	30/06/2016	30/09/2016	31/12/2016	31/03/2017	30/06/2017	Total general
151	9.11%	12.51%	12.18%	10.92%	9.25%	6.24%	6.87%	7.53%	9.15%	6.21%	9.22%
250	8.70%	10.54%	11.08%	6.36%	6.81%	6.62%	6.71%	5.79%	2.74%	4.13%	7.09%
377	12.99%	13.66%	13.40%	14.45%	14.26%	13.05%	11.61%	13.90%	17.94%	0.00%	13.01%
705	0.09%	0.09%	1.43%	8.06%	0.15%	0.16%	0.20%	0.35%	0.20%	0.19%	0.87%
820	3.77%	2.34%	2.59%	1.48%	0.46%	0.29%	1.48%	3.97%	3.86%	7.81%	2.98%
828	8.96%	9.56%	10.97%	11.35%	12.01%	5.67%	3.23%	5.02%	6.91%	7.93%	8.44%
915	16.06%	15.73%	18.11%	15.80%	18.81%	16.61%	13.14%	16.34%	17.94%	19.93%	16.82%
923	1.92%	2.42%	19.10%	29.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.32%	2.93%	5.53%
972	0.25%	0.19%	1.35%	1.46%	5.02%	5.69%	0.58%	0.51%	3.07%	3.10%	2.17%
974	8.27%	7.68%	5.79%	11.70%	0.39%	0.33%	0.20%	0.15%	0.26%	0.23%	2.98%
993	24.88%	23.00%	20.15%	18.92%	17.07%	19.21%	17.47%	0.00%	0.00%	0.00%	7.30%
1017	1.24%	1.71%	1.52%	0.21%	0.21%	3.04%	3.96%	11.34%	0.87%	0.90%	0.83%
1083	4.28%	6.85%	1.19%	1.55%	0.54%	0.53%	0.13%	0.17%	1.51%	1.30%	1.99%
1126	0.14%	0.15%	7.60%	8.05%	8.63%	9.27%	7.13%	7.87%	7.87%	8.19%	6.16%
1172	9.93%	9.23%	9.06%	8.91%	8.65%	8.49%	8.45%	7.81%	6.63%	6.57%	8.60%
1189	1.64%	1.77%	1.71%	1.96%	1.81%	0.83%	1.37%	3.93%	3.48%	3.19%	2.06%
1192	18.11%	8.81%	8.74%	18.71%	18.42%	20.87%	8.96%	11.28%	8.54%	12.95%	12.58%
1230	15.38%	15.91%	15.72%	16.56%	16.72%	14.98%	13.39%	12.13%	19.61%	22.10%	15.11%
1268	0.13%	0.04%	2.17%	5.86%	5.88%	5.94%	5.51%	8.72%	9.90%	11.57%	5.31%
1284	5.01%	3.58%	0.41%	0.09%	1.50%	1.52%	3.43%	2.39%	1.38%	1.42%	0.69%
1474	19.57%	20.18%	19.95%	24.30%	23.32%	26.84%	26.12%	24.67%	23.96%	25.18%	22.73%
1488	0.37%	0.70%	2.32%	2.02%	1.63%	1.46%	0.42%	0.10%	9.22%	7.40%	0.85%
1540	0.00%	0.00%	9.13%	4.63%	6.02%	3.97%	2.02%	5.63%	3.53%	7.42%	4.30%
1552	15.91%	8.70%	9.05%	7.83%	9.26%	6.70%	6.53%	6.10%	8.82%	11.24%	8.56%
1578	9.11%	14.28%	14.39%	12.41%	15.52%	12.13%	11.31%	10.20%	13.10%	12.28%	12.89%

(Continúa)

Panel B : 28 fondos

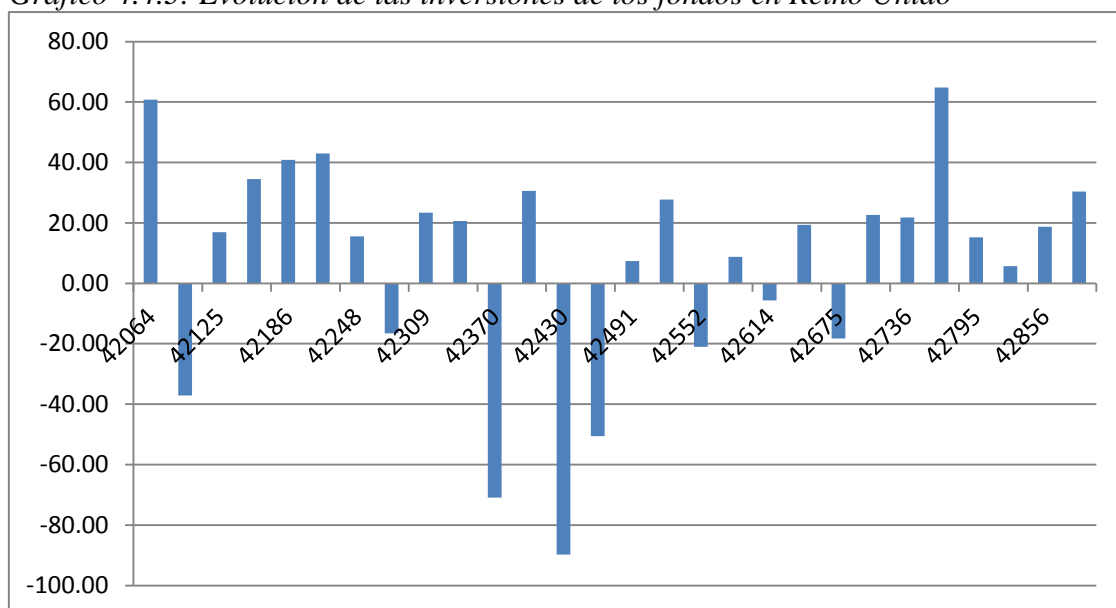
Número de registro	31/03/2015	30/06/2015	30/09/2015	31/12/2015	31/03/2016	30/06/2016	30/09/2016	31/12/2016	31/03/2017	30/06/2017	Total general
1594	7.26%	7.09%	6.78%	7.11%	4.71%	2.07%	2.01%	3.92%	6.37%	4.00%	5.64%
1686	16.84%	21.24%	20.90%	24.20%	21.62%	23.65%	24.69%	24.71%	22.46%	21.81%	20.78%
1718	12.58%	12.75%	7.82%	7.79%	8.78%	8.58%	4.65%	1.04%	3.08%	0.68%	6.84%
1836	24.54%	20.54%	18.90%	29.72%	26.32%	18.67%	17.90%	14.65%	14.69%	15.98%	6.73%
1864	14.86%	14.79%	14.42%	19.83%	15.80%	9.88%	11.55%	4.72%	3.39%	3.43%	11.48%
1890	6.56%	8.11%	6.78%	5.59%	2.94%	2.76%	2.67%	0.00%	0.00%	0.00%	1.72%
1909	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.55%	0.05%
1929	1.85%	1.78%	1.41%	1.27%	1.19%	1.25%	1.19%	1.04%	0.88%	0.93%	1.29%
1959	9.14%	12.67%	11.84%	10.98%	11.55%	10.70%	11.44%	12.56%	10.62%	10.59%	10.73%
1960	8.21%	6.19%	5.92%	5.05%	4.45%	5.51%	2.73%	2.44%	4.39%	4.76%	5.08%
1963	4.95%	8.68%	9.67%	10.82%	9.83%	12.96%	13.03%	10.94%	14.49%	14.05%	10.41%
1997	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	0.95%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.14%
2027	0.00%	0.00%	0.34%	0.00%	0.30%	0.00%	0.30%	0.29%	0.29%	0.00%	0.19%
2054	1.26%	1.04%	0.00%	0.91%	0.87%	0.69%	0.74%	0.71%	0.65%	0.54%	0.69%
2074	16.38%	20.44%	19.79%	20.52%	18.48%	17.78%	15.37%	17.11%	20.55%	18.09%	17.69%
2075	15.98%	19.25%	17.80%	18.12%	19.51%	19.33%	18.89%	16.16%	15.21%	15.31%	17.53%
2147	26.18%	9.81%	15.23%	17.51%	21.07%	15.36%	18.33%	23.62%	18.78%	10.43%	5.88%
2156	14.73%	15.03%	16.69%	15.94%	16.22%	16.21%	13.94%	11.83%	12.15%	7.01%	5.94%
2164	26.21%	25.04%	23.47%	29.11%	26.30%	26.70%	25.47%	18.41%	18.88%	18.35%	8.54%
2169	16.66%	26.06%	19.63%	11.71%	13.92%	12.83%	13.33%	13.38%	9.43%	6.01%	14.97%
2178	16.68%	17.66%	18.48%	18.17%	20.40%	19.68%	19.49%	16.55%	18.24%	18.75%	17.62%
2243	25.59%	26.71%	24.82%	21.86%	22.60%	21.15%	16.47%	12.71%	10.23%	8.72%	19.22%
2244	17.30%	10.83%	11.77%	15.59%	15.27%	14.12%	12.79%	10.80%	9.82%	9.92%	12.53%
2305	2.28%	2.33%	0.93%	2.37%	1.33%	1.13%	1.10%	0.02%	0.60%	0.48%	1.26%
2342	0.00%	0.00%	0.99%	0.85%	1.25%	1.28%	1.00%	1.06%	0.82%	0.92%	0.80%
2605	0.88%	0.83%	0.66%	0.62%	0.66%	0.57%	0.42%	0.34%	0.35%	0.22%	0.58%

(Continúa)

Panel C : 28 fondos											
Número de registro	31/03/2015	30/06/2015	30/09/2015	31/12/2015	31/03/2016	30/06/2016	30/09/2016	31/12/2016	31/03/2017	30/06/2017	Total general
2859	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2910	22.20%	22.13%	18.87%	15.57%	16.63%	15.94%	9.95%	8.96%	11.82%	9.29%	15.20%
3059	12.39%	12.33%	11.89%	12.44%	14.43%	15.47%	13.23%	13.32%	12.78%	7.90%	4.90%
3143	27.69%	19.11%	27.92%	28.86%	22.20%	19.04%	17.29%	20.86%	23.77%	24.14%	23.38%
3241	16.59%	21.95%	18.45%	14.57%	13.42%	18.06%	17.00%	12.04%	10.98%	8.15%	5.04%
3272	9.02%	5.68%	6.98%	7.29%	6.03%	4.99%	6.04%	0.00%	0.00%	0.00%	2.40%
3377	24.33%	18.53%	21.19%	15.08%	22.45%	19.31%	14.16%	15.21%	15.83%	12.99%	19.06%
3425	23.73%	24.55%	21.80%	24.49%	18.76%	17.53%	19.60%	22.49%	19.67%	20.48%	7.10%
3777	22.35%	20.25%	18.64%	17.00%	20.09%	17.21%	14.96%	18.62%	21.08%	18.87%	19.26%
4011	15.76%	10.76%	11.80%	11.13%	11.33%	9.28%	5.90%	5.55%	5.76%	9.19%	9.76%
4274	2.84%	3.20%	0.00%	0.00%	0.00%	3.06%	3.05%	4.13%	2.81%	2.94%	2.29%
4290	13.32%	13.87%	13.47%	14.36%	14.36%	12.86%	11.47%	10.66%	16.80%	18.97%	4.67%
4336	15.62%	19.22%	18.28%	18.97%	18.87%	19.38%	18.49%	18.91%	15.83%	13.64%	17.77%
4337	0.00%	3.50%	5.63%	5.45%	6.13%	7.99%	7.21%	7.26%	6.24%	7.26%	5.45%
4399	10.74%	11.44%	10.77%	8.36%	7.17%	3.48%	3.27%	3.62%	4.05%	3.68%	6.54%
4422	15.62%	16.80%	16.66%	18.42%	21.61%	21.71%	18.20%	14.98%	18.14%	20.81%	16.60%
4458	9.29%	11.31%	10.10%	8.67%	6.34%	6.72%	7.24%	7.75%	15.23%	16.31%	5.79%
4599	1.00%	1.23%	1.41%	0.77%	0.76%	0.58%	0.58%	1.83%	1.51%	0.47%	1.11%
4604	18.73%	21.62%	19.23%	18.16%	17.42%	17.38%	10.86%	4.92%	1.93%	2.36%	13.82%
4683	6.58%	6.46%	4.57%	4.21%	1.52%	1.86%	2.84%	1.93%	2.38%	3.27%	3.64%
4710	2.13%	6.07%	5.37%	4.88%	2.02%	0.00%	0.00%	2.33%	2.75%	7.53%	3.01%
4771	37.02%	33.66%	32.13%	32.96%	29.42%	19.64%	15.53%	15.81%	15.05%	16.16%	25.30%
4802	1.78%	5.69%	4.67%	5.97%	6.28%	8.68%	2.86%	3.79%	6.08%	2.99%	3.97%
4827	1.66%	1.63%	6.93%	8.91%	3.67%	5.85%	7.29%	8.33%	6.97%	6.22%	5.52%
4828	0.21%	0.35%	0.28%	1.79%	8.02%	11.78%	11.86%	10.60%	10.51%	8.29%	6.18%
4841	0.45%	1.21%	4.56%	5.72%	6.28%	6.05%	7.47%	7.99%	7.49%	5.68%	3.46%
Total general	9.11%	9.38%	9.72%	10.07%	9.34%	8.76%	7.51%	7.44%	7.81%	7.63%	8.68%

Ahora nos centraremos en la parte fundamental del estudio, como es la evolución de las inversiones de los fondos españoles de renta variable internacional en Reino Unido. Es decir, comprobar si los fondos a lo largo del periodo analizado han decidido adquirir nuevos títulos y nuevas acciones, o si por el contrario han decidido retirar parte de su capital invertido.

Gráfico 4.4.3: Evolución de las inversiones de los fondos en Reino Unido



Fuente: Elaboración propia

Centrándonos en el gráfico 4.4.3 se puede apreciar cuál ha sido la evolución de las inversiones de los 83 fondos analizados en Reino Unido. Este gráfico recoge la variación de valor que han sufrido las inversiones en títulos GB descontando el efecto precios. Por tanto, las variaciones recogidas en el gráfico se corresponden con las adquisiciones o ventas de títulos llevadas a cabo por los 83 fondos.

Analizando el gráfico, destaca la salida de capitales que se produjo durante los primeros meses del 2016. Esa huida coincide con los meses en los cuales el gobierno británico confirma la celebración de un referéndum para el 2016. Además, el 20 de febrero el primer ministro británico convoca la votación para el 23 de junio. Durante los primeros 4 meses de ese año, los 83 fondos retiraron un total de casi 180 millones (70 millones en enero, 90 millones en marzo y 50 millones en abril). Tan solo en febrero aumentó la inversión (30 millones).

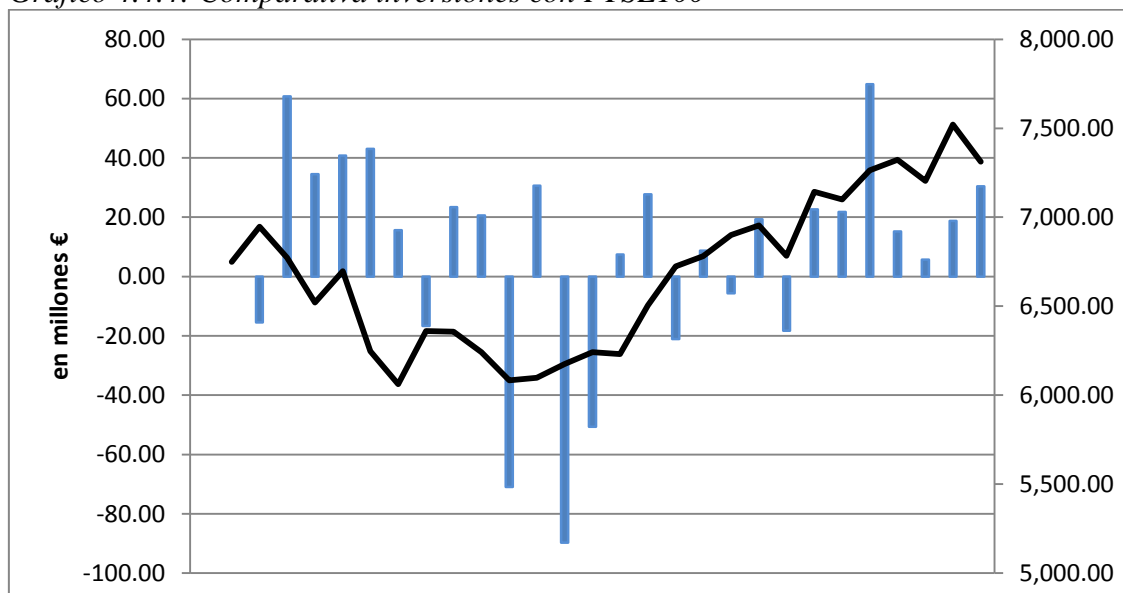
Por otra parte, se observa también el bajo movimiento que hubo en los meses posteriores al referéndum. En el segundo semestre de 2016, entre entradas y salidas, solo se movieron 93 millones de euros. En cambio en el mismo periodo del año 2015, se

movieron un total de 159 millones de euros. Estas cifras muestran que los gestores no estaban decididos a tomar una u otra decisión, en cuanto a invertir en Reino Unido, o por el contrario, retirar capital. Se mostraban expectantes esperando a ver cómo se sucedían los acontecimientos.

Al siguiente año, en 2017, volvieron a invertir los 83 fondos en renta variable británica. Durante todos los meses del primer semestre se registró un saldo positivo, lo que significa que los gestores volvieron a recuperar parte de la confianza perdida. Destaca febrero por encima de todos. En ese mes se invirtieron 65 millones. Buena parte de los capitales fugados a principios de 2016 se volvieron a reinvertir a lo largo del primer semestre del siguiente año.

El gráfico 4.4.4 también analiza la evolución de las inversiones pero comparándola con el índice FTSE100. Superpuesta a las variaciones se encuentra la evolución de la Bolsa de Londres, con las cotizaciones reflejadas en el eje de ordenadas de la derecha. Al observar la comparativa, se puede comprobar cierta similitud entre ambas evoluciones. La salida de capitales por parte de los 83 fondos coincide con el periodo en el que las cotizaciones se encontraban en sus niveles más bajos. Y por otro lado, el aumento de las inversiones concuerda con el periodo alcista que se produjo en 2017.

Gráfico 4.4.4: Comparativa inversiones con FTSE100



Fuente: Elaboración propia

En cuanto a la salida de capitales, es lógico pensar que se produjera una situación de causa-efecto. Por un lado, los gestores de los fondos ante el periodo bajista de la bolsa, y ante la proximidad del referéndum, temerían que las cotizaciones se hundieran todavía

más. Por otro lado, la huida de las inversiones, no solo por parte de los 83 fondos analizados, sino por parte de más inversores, provocaría que el índice se mantuviera en una etapa bajista. Ya en 2017, y tras comprobar la recuperación del FTSE100, los fondos volvieron a apostar por los títulos británicos.

En la tabla 4.4.2 de la página siguiente se representa la evolución de las adquisiciones de títulos de renta de Reino Unido por parte de los 83 fondos de inversión. El color granate oscuro se corresponde con los trimestres en los que se han acometido desinversiones por valor superior a 150.000 euros. Y los trimestres que aparecen en verde oscuro representan aquellos en los que se han adquirido títulos británicos por valor superior a 150.000 euros. Destaca, sobretodo, el primer trimestre de 2016, que es el que presenta más fondos con un color granate oscuro. Esta distribución se corresponde con el argumento anteriormente mencionado de que el primer trimestre de 2016 fue el de la huida de capitales.

Leyenda de la tabla:

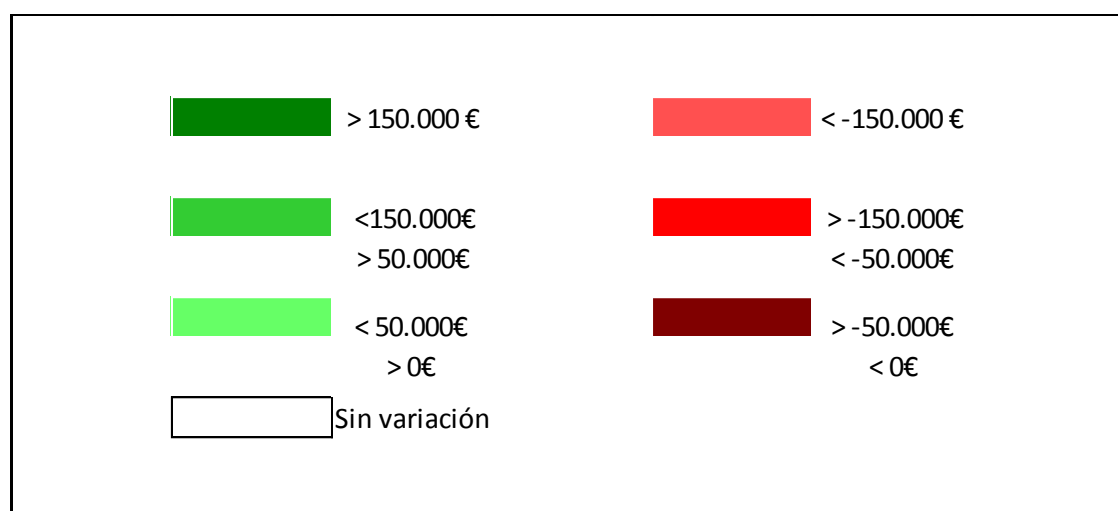


Tabla 4.4.2: Evolución trimestral de las inversiones en títulos GB de los 83 fondos

Número de registro	31/03/2015	30/06/2015	30/09/2015	31/12/2015	31/03/2016	30/06/2016	30/09/2016	31/12/2016	31/03/2017	30/06/2017	Total general
151											
250											
377											
705											
820											
828											
915											
923											
972											
974											
993											
1017											
1083											
1189											
1192											
1230											
1268											
1284											
1474											
1488											
1540											
1552											
1578											
1594											
1718											
1836											
1864											
1890											
1929											
1959											
1960											
1963											
2027											
2054											
2074											
2075											
2147											
2156											
2164											
2169											
2244											
2305											
2342											
2751											
2862											
3059											
3143											
3272											
3377											
3425											
3768											
3777											
4011											
4274											
4290											
4336											
4337											
4399											
4422											
4458											
4599											
4604											
4683											
4710											
4771											
4800											
4802											
4827											
4828											
4841											
Total general											

Fuente: Elaboración Propia

4.5 Conclusiones

Este estudio presenta un análisis exhaustivo sobre cuál ha sido la respuesta de 83 fondos españoles, clasificados por su vocación inversora como renta variable internacional, ante un acontecimiento tan importante como el Brexit. Analizando la evolución de sus inversiones en la Bolsa de Londres, así como, el peso en cartera de la renta variable británica. Tomando como antecedente el estudio de Gupta y Sinha (2016), se ha establecido un periodo de estudio mayor. Nuestro horizonte temporal ha sido desde enero de 2015 hasta junio de 2017.

Tras los análisis realizados, se concluye que sí existen evidencias de las respuestas de los gestores de los fondos ante el Brexit. Aunque la victoria del Brexit fue sorprendente, se pudo prever este escenario con antelación porque el referéndum fue convocado en febrero. Así que los ajustes en cartera se produjeron el semestre anterior al referéndum sobre el Brexit. Coincidiendo con la bajada de la cotización del índice FTSE100. También se ha podido apreciar cómo los fondos fueron reduciendo el peso en cartera de los títulos GB a lo largo del año 2016. Una respuesta l

Por otra parte, a principios del 2016, y tras conocerse la noticia sobre la convocatoria del referéndum, se produjo una importante desinversión por parte de los 83 fondos analizados. En ese periodo se vendieron buena parte de los títulos con los que contaban los fondos en su cartera. Sin embargo, durante el primer semestre se recuperó el FTSE100 superando los 7.000 puntos. Volvió la confianza de los gestores en la renta variable británica, y se reinvertió gran parte del capital retirado en los primeros meses de 2016.

En cuanto a las limitaciones encontradas a la hora de elaborar el trabajo, no ha sido fácil hallar la información de forma gratuita. Hay muy pocos portales que ofrezcan información sobre las cotizaciones históricas sin previo pago. Por otro lado, no todos los fondos proporcionan información mensualmente, por lo tanto esto supone una limitación importante.

Gracias a este estudio se han podido comprender cuáles son las consecuencias económicas que conlleva una situación de enorme incertidumbre. Una decisión política como lo es el Brexit tiene repercusiones muy perniciosas en cuanto a una considerable disminución de la inversión de capital extranjero. Un hecho que indirectamente acaba repercutiendo en los ciudadanos.

BIBLIOGRAFÍA

- A.S.S. (2016). La Bolsa de Londres podría ser la más beneficiada del Brexit. *Expansión*. [Consulta: 26 abril 2018]. Recuperado de <http://www.expansion.com/mercados/2016/06/13/575e78f922601d973c8b45cd.html>
- BBC Mundo. (2016). *Brexit: la libra esterlina cae a sus niveles más bajos desde 1985 y las acciones se desploman*. [Consulta: 14 abril 2018]. Recuperado de <http://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-36616058>
- Chan, K., Covrig, V. y NG, L. (2005). What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations Worldwide. *The Journal of Finance*, LX(3), pp. 1-40.
- Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora. *Boletín Oficial del Estado*. Madrid, 18 de febrero de 2018, núm. 42.
- CNMV. (2018). *El código ISIN*. [Consulta: 26 mayo 2018]. Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/ANCV/CodigoISIN.aspx>
- CNMV. (2018). *Estadísticas*. [Consulta: 26 mayo 2018]. Recuperado de <https://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/descarga-informacion-individual.aspx>
- CNMV. (2018). *Funciones*. [Consulta: 26 mayo 2018]. Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>
- Cumby, R. y Glen, J. (1990). Evaluating the Performance of International Mutual Funds. *The Journal of Finance* 45(2), pp. 497-521.
- Dash, M. y Kumar, D. (2008). A Study on the Effect of Macroeconomic Variables on Indian Mutual Funds. *SSRN*, pp. 1-13.
- DeSantis, G. y Gerard, B. (1997). International asset pricing and portfolio diversification with time-varying risk. *Journal of Finance* 52, 1881-1912.
- EC/Agencias. (2017). Cronología del Brexit: los momentos clave de la salida de la Unión Europea de Reino Unido. *El Confidencial*. [Consulta: 17 abril 2018]. Recuperado de https://www.elconfidencial.com/mundo/2017-03-28/cronologia-brexit-salida-reino-unido-union-europea_1356578/

- El Economista. (2016). *¿Por qué el Brexit ha afectado menos al FTSE 100 de Londres que a otras bolsas?*. [Consulta: 28 abril 2018]. Recuperado de <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/7661527/06/16/Por-que-el-Brexit-no-esta-afectando-menos-al-FTSE-100-de-Londres-que-a-otras-bolsas-.html>
- El País. (2016). *¿Cómo afecta el 'Brexit' al cambio libra-euro?*. [Consulta: 30 abril 2018]. Recuperado de https://elpais.com/economia/2016/06/24/actualidad/1466780808_306676.html
- Fernández, P. y Campo, J. (2011). Rentabilidad de los fondos de inversión en España (1991-2009). *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, Universidad de León, pp. 1-31.
- Grinblatt, M. y Titman, S. (1989). Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings. *The Journal of Business* 62(3), pp. 393-416.
- Gupta, S. y Sinha, A. (2016). Impacts of economic events on performance of mutual funds: evidence from India. *ELK Asia Pacific Journals*, pp. 1-17.
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. *Boletín Oficial del Estado*. Madrid, 5 de noviembre de 2003, núm. 265.
- London Stock Exchange. (2018). *FTSE 100*. [Consulta: 22 abril 2018]. Recuperado de <http://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-and-markets/stocks/indices/summary/summary-indices-chart.html?index=UKX>
- London Stock Exchange. (2018). *GBP/EUR*. [Consulta: 22 abril 2018]. Recuperado de <http://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-and-markets/international-markets/rates/chart/gbpeur.html>
- Mayo, V. (2017). 'Brexit': Cronología de un año de incertidumbre. *El Periódico*. [Consulta: 17 abril 2018]. Recuperado de <https://www.elperiodico.com/es/internacional/20170623/brexit-cronologia-ano-incertidumbre-6125196>
- Morningstar. (2018). *Fondos de inversión*. [Consulta: 27 mayo 2018]. Recuperado de <http://www.morningstar.es/es/>
- Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003. *Boletín Oficial del Estado*. Madrid, 14 de julio de 2012.

- Viaña, D. (2016). ¿Por qué la Bolsa de Londres es la única que no se hunde por el Brexit?. *El Mundo*. [Consulta: 26 abril 2018]. Recuperado de <http://www.elmundo.es/economia/2016/06/14/575f0749268e3e3e3a8b45ef.html>
- Wenchi Kao, G., Cheng, L.T.W. y Chan, K.C. (1998). International mutual fund selectivity and market timing during up and down market conditions. *The Financial Review* 33(2), pp. 127-144.