

Carteras de valores en intermediarios financieros (bancos, fondos y seguros): España frente a la eurozona

Ángel Berges y Fernando Rojas*

Las autoridades supervisoras vienen prestando una creciente atención a las interrelaciones entre diferentes subsectores de los sistemas financieros, por las implicaciones que de las mismas se derivan para la estabilidad financiera. El Banco Central Europeo (BCE) no es ajeno a dicha atención y, en su más reciente Informe de Estabilidad Financiera, analiza el potencial riesgo sistémico derivado de las tenencias comunes de carteras (*communalities*) entre bancos, aseguradoras, fondos de inversión y fondos de pensiones. Sobre la base de esas estimaciones del BCE, este artículo lleva a cabo un análisis comparativo de la importancia relativa de dichas carteras en España frente a la eurozona.

En los últimos años ha ido cobrando un creciente protagonismo entre los reguladores y supervisores financieros la vigilancia de los riesgos sistémicos, tanto dentro de cada uno de los diferentes subsectores financieros (bancos, seguros, fondos de inversión y de pensiones), como de forma transversal entre ellos.

Es en el marco de esa creciente atención donde cabe ubicar la creación de instituciones encargadas de realizar esa vigilancia, sin menoscabo del modelo de supervisión imperante, bien sea el sectorial actualmente vigente en España (un supervisor de bancos, uno de seguros y pensiones, y uno de fondos), o el denominado *twin peaks* vigente en el Reino Unido (un supervisor prudencial y otro de conducta, y cada uno de ellos con responsabilidad transversal en bancos, fondos de inversión, y seguros y pensiones).

A esa tendencia internacional a crear instituciones o autoridades responsables de la vigilancia del riesgo sistémico se ha unido recientemente España con la publicación del Real Decreto-ley (RDL) 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales, así como del Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

Más allá de la respuesta institucional, el fondo de la cuestión es la vigilancia del riesgo sistémico que emerge como consecuencia de comportamientos similares por parte de las diferentes entidades, por lo que se debe tomar en consideración las interrelaciones, y comportamientos comunes,

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

entre entidades financieras de diferentes ámbitos, sean bancos, compañías de seguros, fondos de inversión o fondos de pensiones. Al fin y al cabo, todas ellas son destinatarias del ahorro en origen, de tal manera que comportamientos muy similares en cuanto a la colocación de ese ahorro podrían desembocar en una amplificación del riesgo sistémico en el caso de *shocks* de liquidez en los principales mercados o activos en que dichos intermediarios invierten.

Coincidencias en las estrategias inversoras

Es en el marco de esa consideración de riesgo sistémico que el Banco Central Europeo (BCE), en su más reciente edición de la *Revista de Estabilidad Financiera*, se hace eco de las interconexiones existentes entre estas cuatro diferentes categorías de entidades financieras (bancos, aseguradoras, fondos de inversión y fondos de pensiones) a través de las coincidencias en las tenencias de valores en sus carteras de inversión. Al fin y al cabo, si esos cuatro tipos de entidades financieras mantienen elevados grados de coincidencias en

sus estrategias de inversión, es obvio que asumen el mismo tipo de riesgo de mercado, y con ello amplifican los riesgos sistémicos en el evento de una brusca caída en el valor de mercado de esos valores. Ese potencial riesgo sistémico será tanto mayor cuanto mayores sean las coincidencias en las políticas inversoras, pero también cuanto mayor sea el tamaño absoluto de esas carteras de inversión en los diferentes subsectores.

Para analizar el primer efecto, el BCE examina el grado de coincidencia entre los valores que componen las carteras de inversión de las cuatro categorías de intermediarios financieros, con datos a junio de 2018, y cuyos resultados se ilustran en el gráfico 1, extraído del mencionado informe. Cada uno de los cuatro tipos de intermediarios se representa con un color, y las líneas que unen a cada par de dichos tipos de intermediarios muestra la "comunalidad" en las carteras de inversión de esos pares de entidades, expresada como porcentaje sobre el total de cartera de cada uno de ellos, representada por su correspondiente color.

Para la interpretación de los resultados, considérese en primer lugar el caso de los bancos,

Gráfico 1

Coincidencias en las carteras de valores de bancos, aseguradoras, fondos de inversión y de pensiones (eurozona, junio 2018)

(En porcentaje)



Fuente: Statistical Data Warehouse, Banco Central Europeo.

representados con el color azul. Pues bien, del total de cartera de valores mantenida por los bancos (color azul), un 58% tiene coincidencia con las carteras mantenidas por aseguradoras, un 52% tiene coincidencia con las carteras de los fondos de pensiones, y un 62% tiene coincidencia con las carteras de los fondos de inversión.

La notable coincidencia en las carteras de valores mantenidas por bancos, aseguradoras, fondos de pensiones y fondos de inversión, pone de manifiesto la existencia de un elevado riesgo sistémico, al hallarse expuestos a riesgos de mercado de naturaleza similar.

Alternativamente, si se analizan las carteras de los fondos de inversión (representados con el color gris), de su cartera de valores total un 77% tiene coincidencia con la de los bancos, un 78% con la de los fondos de pensiones y un 83% con la de las aseguradoras. Esa misma explicación es aplicable a las carteras de las aseguradoras y de los fondos de pensiones.

Sin entrar en detalles sobre qué pares de entidades presentan coincidencias más elevadas, no cabe duda que los porcentajes de comunalidad son muy elevados en la mayoría de dichos pares, lo que pone de manifiesto una alta coincidencia en las carteras de valores mantenidas por los diferentes tipos de entidades, y con ello un elevado riesgo sistémico al hallarse expuestos a riesgos de mercado de una naturaleza muy similar.

Carteras de valores en bancos, aseguradoras y fondos: España frente a la eurozona

Una vez comprobada la elevada coincidencia en cuanto a las tenencias de valores entre las cuatro categorías de intermediarios financieros, para tener una idea del potencial riesgo sistémico derivado de esas tenencias es necesario completar el

análisis con una estimación cuantitativa del volumen que dichas carteras representan.

Esa estimación la realizamos comparando España con el agregado de la eurozona, utilizando en el primer caso datos de las *Cuentas Financieras de la Economía Española*, y en el segundo del *Statistical Data Warehouse* del BCE.

A tal fin, el cuadro 1 resume el valor estimado de las tenencias de valores al cierre de 2017 en cada uno de esos subsectores financieros, tanto para el conjunto de la eurozona como para el caso de España. En uno y otro caso las cifras son en miles de millones de euros, además de que para el caso español se presentan como porcentaje del total de la eurozona.

En el caso español son los bancos los grandes tenedores de carteras de valores, con un volumen agregado (650.000 millones de euros) que supera a todos los demás subsectores juntos, lo que contrasta con la eurozona, donde son los fondos de inversión la categoría con mayor cartera de valores.

Las cifras son realmente elevadas, sea cual sea el parámetro utilizado para relativizar. En el conjunto de la eurozona las entidades financieras mantienen carteras de valores por un importe agregado en torno a los 16 billones de euros, cifra que representa 1,5 veces el PIB agregado de la eurozona, y que supera el 80% de la capitalización total de los mercados de bonos y acciones existentes en los países integrantes de la eurozona. Esta última relación es únicamente a efectos de tener un orden de magnitud, pero no debe ser interpretada como de dominio de los intermediarios sobre los mercados de valores europeos, pues la relación entre ambos no es solo biunívoca, en la medida en que en los mercados europeos participan también inversores no europeos, y los intermediarios europeos invierten también en mercados fuera de Europa.

Cuadro 1

Tenencias de valores por categoría de entidades financieras: eurozona y España

(Miles de millones de euros)

	<i>Eurozona</i>	<i>España</i>	<i>España/Eurozona</i>
Bancos	4.100	650	15,9%
Fondos de inversión	6.400	250	3,9%
Seguros	4.500	250	5,6%
Fondos de pensiones	1.500	100	6,7%
Total	16.500	1.250	7,6%

Fuentes: Datos del Banco de España, *Statistical data Warehouse* (Banco Central Europeo) y Afi.

Por categorías de entidades, son los fondos de inversión los que poseen un mayor volumen de valores (6,4 billones de euros), mientras que bancos y aseguradoras aparecen en segundo lugar, con algo más de cuatro billones de euros en cada una de esas categorías.

En el caso español y a la misma fecha (junio de 2018), la cifra agregada de valores mantenidos en los balances de los diferentes intermediarios financieros se elevaba a 1,25 billones de euros, cifra que representa un 7,6% del total de la eurozona, y con una intensidad algo menor en términos relativos al PIB (aproximadamente 1,2 veces el PIB, frente a 1,5 veces en la eurozona), o a la profundidad de los mercados de valores (70% en el caso español, frente al 80% en la eurozona).

Pero en la comparativa entre España y la eurozona destaca sobre todo la muy diferente composición por categorías de las entidades dentro del sistema financiero. Así, en el caso español son los bancos los grandes tenedores de carteras de valores, con un volumen agregado (650.000 millones de euros) que supera a todos los demás subsectores juntos, lo que contrasta con la eurozona, donde son los fondos de inversión la categoría con mayor cartera de valores.

En todo caso, la presencia de los bancos como inversores en valores se ha ido reduciendo sensiblemente en los últimos años, tanto en la eurozona, como sobre todo en España. Esa reducción viene explicada fundamentalmente por el comportamiento de la renta fija, y muy especialmente de la deuda pública, en los balances bancarios. Desde 2013, y hasta mediados de 2019, la renta fija en

los balances bancarios se ha reducido un 25% en el caso de la eurozona, y nada menos que un 40% (200.000 millones de euros de reducción) en el caso español, cuyo sistema bancario tuvo un papel extraordinariamente importante como comprador de deuda pública española en los peores momentos de la crisis, cuando los inversores extranjeros abandonaron en gran medida dicho mercado, quedando los bancos españoles como principal inversor en el mismo.

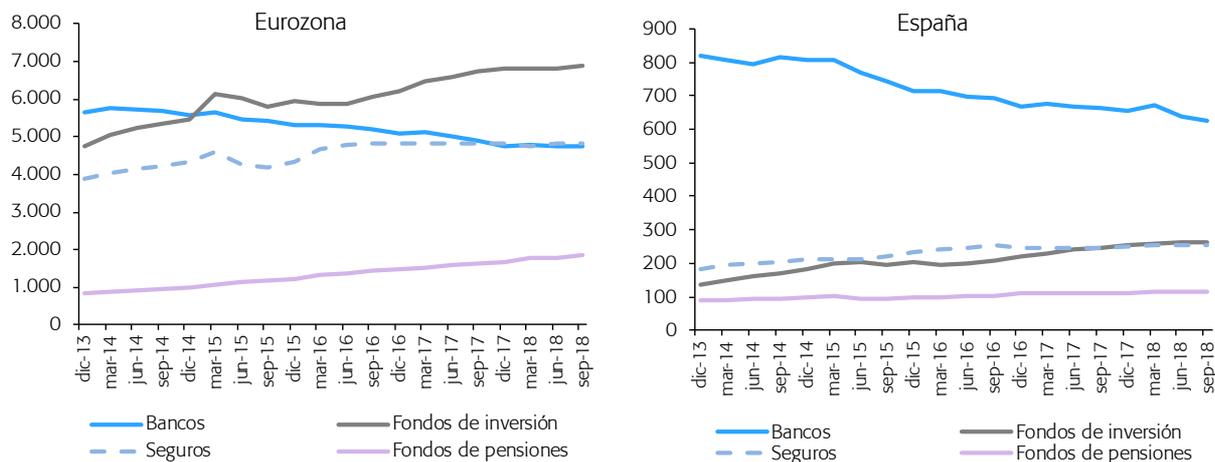
Desde entonces y hasta ahora, la recuperación de la confianza en la deuda pública española, y el impacto de los programas de compra de activos por el BCE, han presionado fuertemente a la baja los tipos de interés de la deuda pública, y también sobre la renta fija privada, reduciendo el atractivo inversor de la misma para los bancos. En la medida en que ese efecto ha sido más intenso en España que en la media de la eurozona, ello explicaría el más acusado descenso de la renta fija, y en general de las carteras de valores, en los bancos españoles.

Esa reducción de las carteras de los bancos coincide en el tiempo, por otra parte, con un fuerte incremento de las carteras de los fondos de inversión. De hecho, en la eurozona dicho tipo de intermediarios ha sobrepasado claramente a los bancos como principal tenedor de carteras de valores. En el caso español, por su parte, los bancos siguen ostentando la primera posición en cuanto a presencia de intermediarios financieros en los mercados de valores, aunque acortando su diferencia frente a los fondos de inversión, que han registrado un fuerte incremento en su patrimonio gestionado, al hilo de un desplazamiento

Gráfico 2

Tenencias de valores por categoría de entidades financieras: evolución tras la crisis

(Miles de millones de euros)

Fuentes: Datos del Banco de España, *Statistical data Warehouse* (Banco Central Europeo) y Afi.

del ahorro de los hogares desde depósitos bancarios hacia fondos de inversión.

Ese cambio registrado en el peso de las carteras de unos y otros intermediarios financieros puede haber tenido un efecto colateral sobre la asignación agregada de activos invertidos, si se da el caso de que las estrategias inversoras son diferentes en unos intermediarios y en otros. Eso es lo que pretendemos inferir al comparar la composición agregada de las carteras de unos y otros, distinguiendo entre las cuatro grandes categorías de activos que las cuentas financieras consideran: renta fija a corto plazo, renta fija a largo plazo, renta variable, y participaciones en los fondos de inversión, que incorporan una mezcla entre renta fija y variable.

Aunque en el caso español se cuenta con dicha información para los cuatro subsectores, en el caso de la eurozona no se dispone separadamente de aseguradoras y fondos de pensiones, sino que son tratados de forma conjunta, por lo que hemos integrado también en España a ambos tipos de entidades. En este sentido, hemos de resaltar que dicha agregación apenas se traduce en pérdida de información, pues la estructura agregada de las

carteras es muy similar en aseguradoras y en fondos de pensiones.

Con dicho matiz, el gráfico 3 ilustra la composición de las carteras para los tres tipos de intermediarios, tanto en España como en la eurozona. De los mismos se deduce una clara diferencia en la orientación inversora. En el caso de los bancos, sus carteras de valores tienen un sesgo muy acentuado hacia la renta fija, tanto en España como en la eurozona (90% en ambos casos), con una

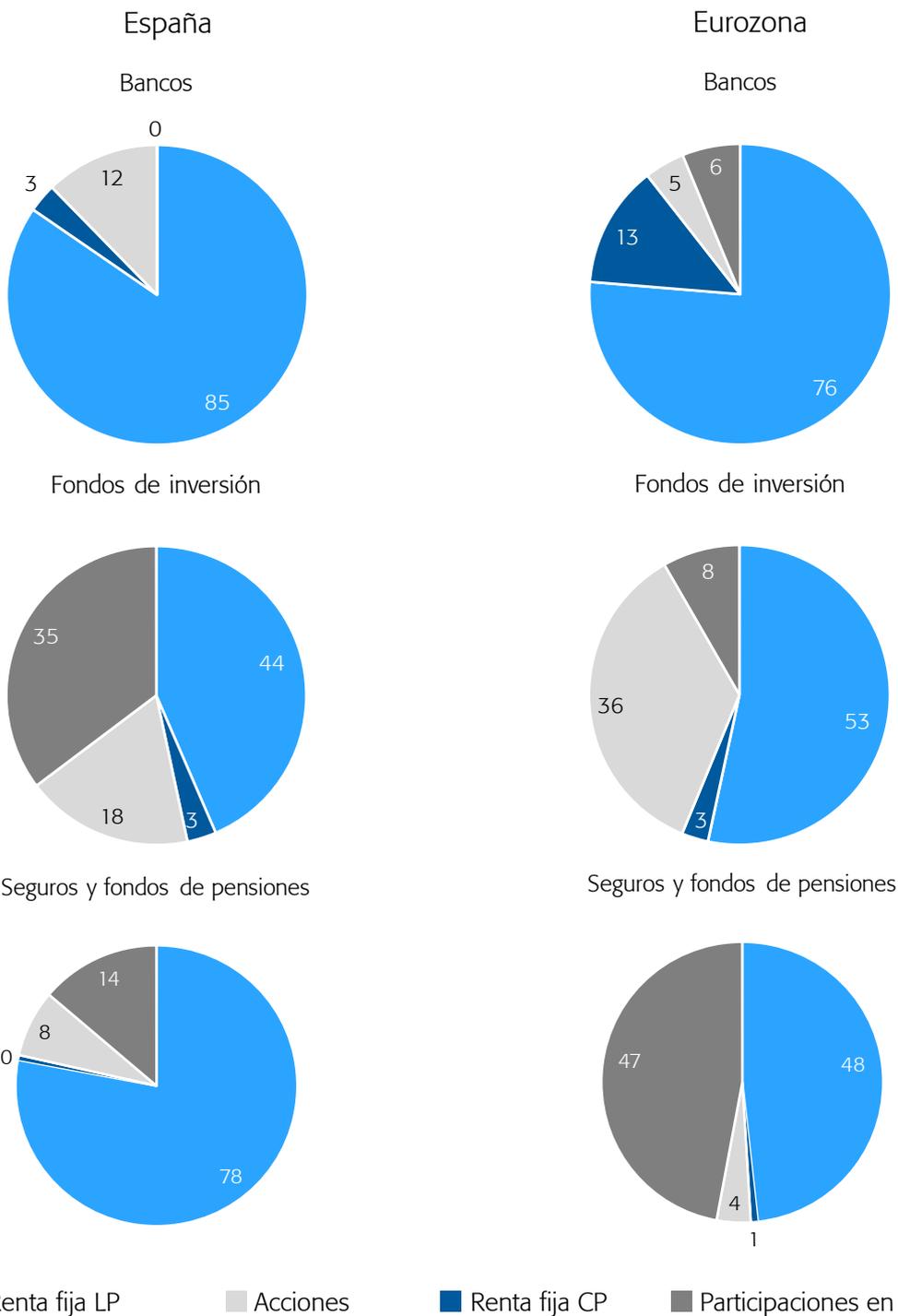
El mayor perfil de riesgo descansa en los fondos de inversión, vehículos sin personalidad jurídica propia, en los que el riesgo de mercado lo asumen los partícipes, por lo que el riesgo sistémico de dichas posiciones no se refiere tanto a impactos sobre la solvencia del conjunto del sistema, sino a las potenciales respuestas de los inversores ante movimientos bruscos de mercado.

pequeña diferencia en cuanto al plazo de la misma, más dilatado en España. Este sesgo hacia la renta fija en los bancos tiene sentido, desde la

Gráfico 3

Distribución de las carteras por categorías de entidades financieras

(Porcentajes)



Fuentes: Datos del Banco de España, *Statistical data Warehouse* (Banco Central Europeo) y Afi.

consideración de dichas carteras como un mecanismo de gestión integrada del riesgo de tipo de interés en las diferentes partidas de balance. Ese papel en cambio no lo juega la renta variable, cuyo perfil de riesgo le hace ser menos apropiada, especialmente en el nuevo marco de capital (Basilea III) que asigna a la renta variable una ponderación muy elevada a efectos de requerimientos de capital.

El sesgo hacia la renta fija aparece también en el caso de las aseguradoras (incluyendo fondos de pensiones), si bien con menos intensidad que en los bancos (78% en España y 50% en la eurozona); y claramente desaparece en el caso de los fondos de inversión, cuyas carteras están prácticamente equilibradas entre renta fija y variable, bien de forma directa o a través de participaciones en otros fondos de inversión.

Dadas esas diferentes orientaciones inversoras, con mucho mayor sesgo hacia la renta fija en bancos, algo menor en aseguradoras, y equilibrada en fondos de inversión, parece claro que el desplazamiento anteriormente analizado entre los diferentes tipos de intermediarios (con un decreciente peso de los bancos y muy creciente el de los fondos de inversión), se ha traducido en un mayor perfil de riesgo agregado en las carteras de valores del conjunto de los intermediarios

financieros españoles. Ese mayor perfil de riesgo descansa fundamentalmente en los fondos de inversión, vehículos sin personalidad jurídica propia, en los que el riesgo de mercado lo asumen los partícipes, por lo que el riesgo sistémico de dichas posiciones no se refiere tanto a impactos sobre la solvencia del conjunto del sistema, sino a las potenciales respuestas de los inversores en fondos ante movimientos bruscos de mercado.

Ese es precisamente otro foco de análisis al que el BCE también presta atención en su más reciente edición de la *Revista de Estabilidad Financiera*, en la que concluye que la sensibilidad de los flujos de suscripciones y/o redenciones en fondos de inversión a movimientos de mercado es actualmente bastante reducida (en torno a 0,2 de correlación), pero su comportamiento puede ser procíclico, y actuar como amplificador en caso de movimientos bruscos de mercado.

Referencias

BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE (2018). *Revista de Estabilidad Financiera*, noviembre.

BERGES, A., PELAYO, A. y ROJAS, F. (2018). Nexo "bancos-deuda soberana" en España (II): la perspectiva bancaria. *Cuadernos de Información Económica*, 266, sept.-oct., pp. 49-58.