

Recomposición desde fondos a depósitos en los recursos minoristas

Ángel Berges, Federica Troiano y Fernando Rojas*

En coherencia con una importante recuperación de la tasa de ahorro de los hogares españoles desde mediados de 2018, los recursos de clientes minoristas gestionados por las entidades financieras han experimentado en el último año una importante aceleración en su ritmo de crecimiento, hasta registrar una cifra de aproximadamente el 4%, frente al escaso 1% que venían creciendo en los años anteriores. Pero lo más importante de ese crecimiento de los recursos es la recomposición de los mismos desde fondos de inversión hacia depósitos (a la vista), rompiendo con casi una década de ininterrumpido crecimiento de los fondos. En este artículo se analiza el comportamiento de los inversores respecto a los fondos de inversión y, especialmente, su sensibilidad a las rentabilidades obtenidas por los mismos. El cambio de actitud de los ahorradores españoles tiene mucho que ver con una mayor precaución inversora ante un entorno económico-financiero global con elevadas dosis de incertidumbre, pero también con un efecto “autoalimentación” según el cual un elevado número de partícipes muestra una importante sensibilidad a las variaciones patrimoniales de sus posiciones.

El aumento de los recursos de clientes minoristas en 2019, hasta las cercanías del 4%, frente al escaso 1% que venían creciendo en los años anteriores, es coherente con una no menos importante recuperación de la tasa de ahorro de los hogares, que superaba el 7% (de la renta bruta disponible) a mediados del presente año, frente a menos del 5% apenas un año antes. Ese aumento de la tasa de ahorro incorporaría un claro componente de precaución, en el marco de una creciente incertidumbre económica.

Pero más relevante que ese comportamiento agregado de los recursos de clientes, es la importante recomposición que se ha producido entre los dos grandes componentes, los depósitos bancarios y los fondos de inversión, rompiendo una tendencia favorable a los fondos que se había mantenido de forma ininterrumpida desde el punto álgido de la crisis en el verano de 2012. Fue en esos momentos, en paralelo con: a) la contundente actuación del BCE (la famosa expresión “whatever it takes” lan-

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

zada por su presidente), b) el compromiso político de poner en marcha la Unión Bancaria, y c) la rápida ejecución del Programa de Asistencia Financiera en España, cuando comenzó una fase de extraordinario crecimiento de los fondos de inversión, que iba a canalizar el grueso del ahorro de los hogares en los años siguientes.

El gráfico 1 ilustra la evolución del patrimonio de los fondos de inversión en España a lo largo de una

La importante recomposición que se ha producido entre los depósitos bancarios y los fondos de inversión rompe la tendencia favorable a los fondos que se había mantenido de forma ininterrumpida desde el punto álgido de la crisis en el verano de 2012.

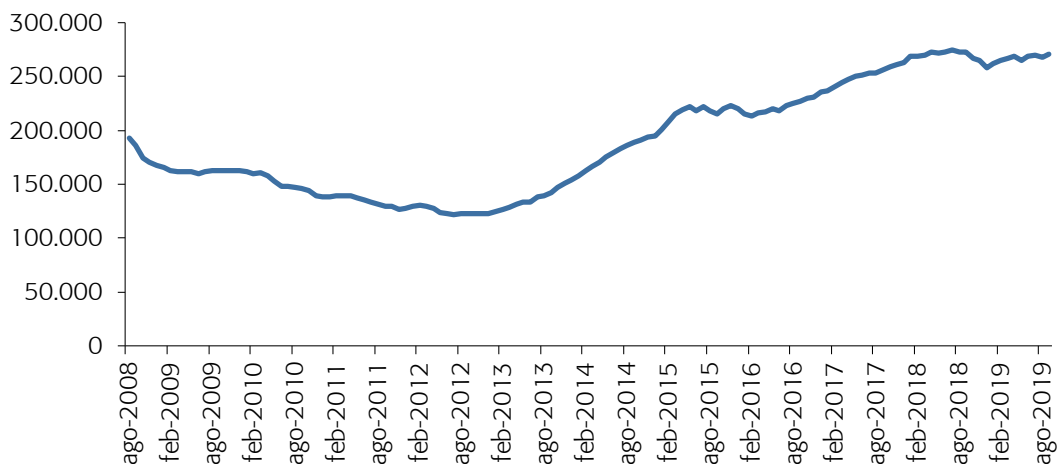
década. Puede comprobarse cómo dicho patrimonio se redujo durante los primeros años de la crisis, en un entorno de fuertes recortes en los mercados de valores. En dicho contexto, el patrimonio de los

fondos alcanza un mínimo de 122.000 millones de euros en el verano de 2012, a partir del cual se inicia una tendencia creciente hasta los 273.000 millones de euros alcanzados en el verano de 2018.

En ese aumento de patrimonio acumulado durante seis años (algo más de 150.000 millones de euros) iba a jugar tanta revalorización (unos 25.000 millones), al hilo de un buen comportamiento de los mercados, como especialmente un incesante flujo de nuevas aportaciones por parte de los partícipes. Esas suscripciones de fondos de inversión (de unos 125.000 millones de euros en seis años) canalizaron una parte muy importante del ahorro financiero de los hogares, desde luego mucho más que la que se destinaba a depósitos bancarios, que apenas creció 80.000 millones de euros en seis años.

Como ya analizamos en un artículo anterior (Berges, Rojas y Troiano, 2018), en esa dinámica de crecimiento de los fondos de inversión en detrimento de los depósitos iba a tener una gran relevancia la puesta en marcha de una política monetaria

Gráfico 1
Patrimonio de los fondos de inversión en España, 2008-2019
(Millones de euros)



Fuente: Inverco, Afi.

ultralaxa, que condujo a una intensa reducción de los tipos de interés relevantes para el negocio bancario, en un contexto de nula preocupación por la

La tendencia sistemática de crecimiento de los fondos de inversión, se ha visto truncada en el último año. La evolución de los tipos de interés de remuneración de los depósitos no puede ser el factor explicativo, como lo fue para el trasvase de depósitos a fondos entre 2012 y 2018, ya que los tipos han continuado su tendencia bajista.

liquidez, esencialmente por la reducción del saldo de crédito y las menores inversiones crediticias, así como por la capacidad de apelar al Banco Central Europeo (BCE) de forma casi ilimitada.

Pues bien, esa tendencia sistemática de crecimiento de los fondos de inversión, se ha visto truncada en el último año, como puede comprobarse en el mismo gráfico 1. El patrimonio de los fondos rompía con una tendencia creciente de seis años,

para registrar un retroceso de unos 4.000 millones de euros en el último año. Esa evolución negativa coincide con una importante aceleración en los depósitos bancarios, con un crecimiento de 37.000 millones de euros, si bien con clara dicotomía entre los depósitos a la vista (+69.000 millones de euros) y los depósitos a plazo (-23.000 millones de euros).

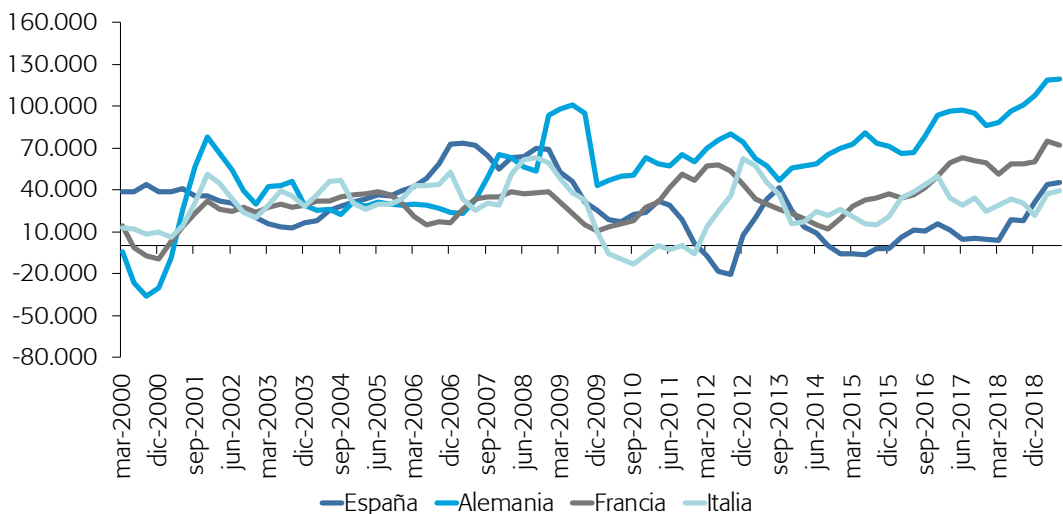
Si el trasvase de depósitos a fondos entre 2012 y 2018 tuvo como principal factor explicativo el descenso de los tipos de remuneración de los depósitos, este argumento no sería aplicable ahora en sentido contrario, pues los tipos han continuado su tendencia a la baja, abriéndose incluso la posibilidad de penalizar con tipos negativos a ciertos segmentos (depósitos de empresas, o de elevados patrimonios), como forma de contrarrestar el tipo negativo (-0,5%) que el BCE aplica a los excesos de liquidez bancarios colocados en la facilidad de depósito.

En dicho contexto, se hace necesario identificar los factores que han estado detrás de ese paradójico repliegue de los fondos de inversión como destino del ahorro de los hogares, justo cuando este se ha

Gráfico 2

Depósitos de las familias

(Variación interanual, millones de euros)

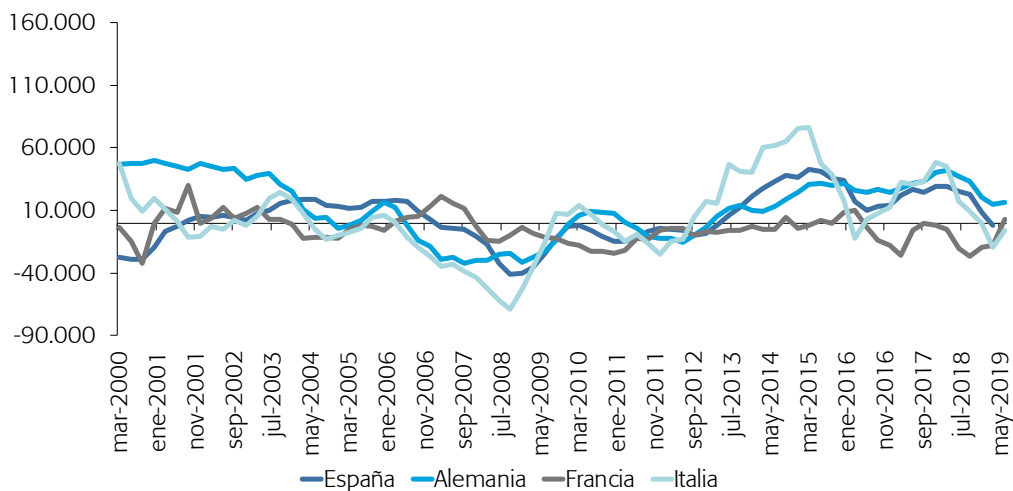


Fuente: BCE, Afi.

Gráfico 3

Patrimonio de fondos de inversión por parte de las familias

(Variación interanual, millones de euros)



Fuente: BCE, Afi.

incrementado de forma notable, dirigiéndose íntegramente a un destino, como son los depósitos a la vista, que no ofrecen remuneración alguna e incluso se enfrentan a la posibilidad de ser penalizados con tipos de interés negativos.

Antes de analizar esos factores, cabe resaltar que esa paradoja (aceleración de los depósitos, en detrimento de los fondos, en el periodo de peor tratamiento a los depósitos) no es exclusiva de España, sino que se ha producido en los principales países europeos (Alemania, Francia, Italia), como ilustran los gráficos 2 y 3, que recogen las variaciones interanuales registradas en los depósitos y en los fondos de inversión en cada uno de esos países. En todos ellos se observa en el último año un patrón de comportamiento muy similar al de España: importante aceleración de los depósitos bancarios de las familias, al tiempo que una clara desaceleración en el patrimonio de los fondos, con saldo incluso negativo en los casos de España y Francia.

Centrándonos en el caso español, hemos tratado de descomponer esa variación negativa en el patrimonio de los fondos de inversión en sus dos componentes básicos: el flujo neto de suscripcio-

nes y reembolsos por parte de los partícipes, y el efecto valoración de las carteras. Pues bien, desde el máximo valor patrimonial alcanzado en septiembre de 2018, la pérdida de valor ha sido de 5.000 millones de euros, de los cuales 4.000 son atribuibles al efecto valoración y 1.000 millones la salida neta de fondos por parte de los partícipes.

Ese cambio de actitud de las familias españolas y europeas en cuanto al menor atractivo relativo de los fondos, en un contexto de nulo coste de oportunidad asociado a los depósitos bancarios, solamente puede ser atribuido a una mayor precaución a la hora de invertir en activos con riesgo de pérdida, como es el caso de los fondos de inversión. Esa mayor precaución inversora, o aversión al riesgo, se pone de manifiesto también al analizar los movimientos registrados en las diferentes categorías de fondos de inversión. Así, ese flujo agregado de -1.000 millones de euros en el último año encerraba dos comportamientos muy diferentes en los fondos de renta fija pura (cerca de 8.000 de suscripciones netas) y los que incorporan un mayor componente de renta variable (incluyendo renta variable pura, mixtos, globales, y de retorno absoluto), en los que los reem-

bolsos superaban a las suscripciones en algo más de 8.000 millones de euros.

Esa mayor precaución podría venir explicada por un entorno económico-financiero global con elevadas dosis de incertidumbre, pero también por un cierto efecto “autoalimentación”, según el cual un no desdeñable número de partícipes en los fondos de inversión muestra una importante sensibilidad a las variaciones patrimoniales registradas en sus posiciones. De hecho, ese flujo neto de reembolsos desde los fondos con un mayor componente de renta variable se intensificó en los meses finales de 2018, y primeros de 2019, tras un comportamiento claramente adverso de dichos mercados, con implicaciones muy negativas para la valoración patrimonial de los fondos.

Si esa relación entre el comportamiento de los fondos y la posterior evolución de las suscripciones y reembolsos tiene un componente recurrente estaríamos ante el mencionado efecto “autoalimentación”, que es el que tratan de evitar los supervisores de los mercados de valores cuando requieren enfatizar, en los folletos de los fondos, esa clásica advertencia de

“rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras”.

Para analizar la posible presencia de ese efecto en España hemos realizado un ejercicio consistente en desagregar las variaciones patrimoniales en los fondos de inversión en sus dos componentes, el asociado a la valoración de las carteras de los fondos y el flujo neto entre suscripciones y reembolsos. Esos dos componentes los hemos medido trimestre a trimestre, expresados en porcentaje sobre el valor patrimonial existente al inicio de cada trimestre.

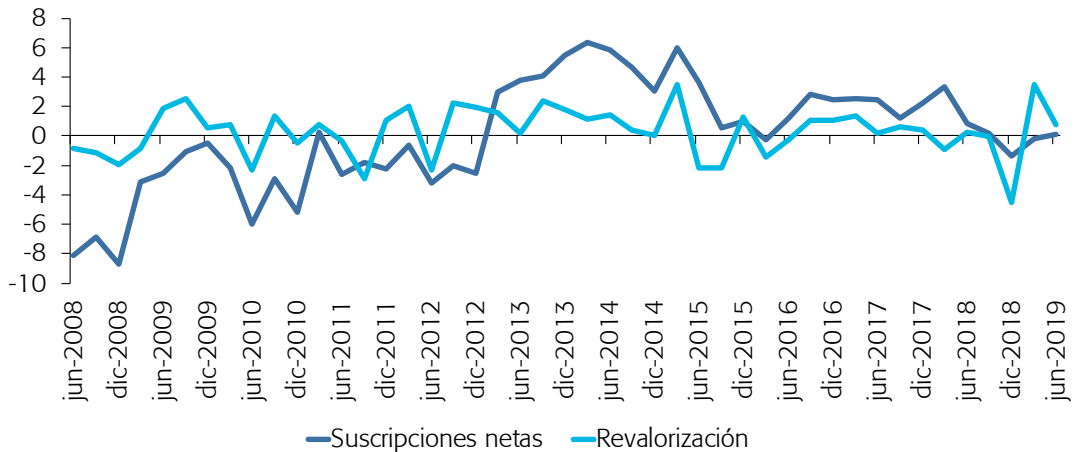
En el gráfico 4 puede comprobarse la elevada correlación entre ambos componentes, corroborando la existencia del mencionado efecto autoalimentador, o *herding behavior*, como es conocido en la literatura financiera.

De hecho, el comportamiento de las suscripciones netas (suscripciones menos reembolsos) guarda también una intensa relación con la revalorización registrada por los fondos con un trimestre de desfase, de tal manera que los partícipes acomodarían en cierta medida sus decisiones de inversión y

Gráfico 4

Suscripciones netas y revalorización de fondos acumulados trimestrales

(En porcentaje sobre el valor patrimonial)



Fuente: Inverco, Afi.

desinversión al comportamiento registrado por sus fondos con un cierto desfase, tal vez el que media entre la evolución de los mercados y la información recibida en sus valores patrimoniales. Si ese fuera el principal factor explicativo, podríamos anticipar una nueva reactivación en las suscripciones de fondos en la parte final de 2019, y primeros meses de 2020, una vez que el buen comportamiento de los mercados se traslade a variaciones positivas en la valoración de los fondos.

El cambio de actitud de los ahorradores españoles tiene mucho que ver con una mayor precaución inversora ante un entorno económico-financiero global con elevadas dosis de incertidumbre, pero también con un efecto “autoalimentación” según el cual un elevado número de partícipes muestra una importante sensibilidad a las variaciones patrimoniales de sus posiciones.

54 En todo caso, y a modo de conclusión, cabe enfatizar que el importante peso que en el ahorro de las familias han alcanzado los fondos de inversión –vaya por delante que todavía es inferior al que representan en los principales países europeos– se traduce en una mayor asunción de riesgo por parte de las mismas, lo que a su vez puede inducir a una mayor volatilidad en sus decisiones de asignación entre activos financieros. Esa mayor volatilidad, y las potenciales implicaciones para la estabilidad financiera, estarían detrás del creciente interés que organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI,

2019) o la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, 2018) han mostrado recientemente por la capacidad de los fondos, y la inversión institucional en general, para absorber *shocks* de liquidez asociados a cambios bruscos en las preferencias de los partícipes, a su vez altamente correlacionados con fuertes aumentos de volatilidad en los mercados.

Paradójicamente, esos potenciales *shocks* de liquidez pueden ser más intensos en los fondos de renta fija que en los de renta variable por dos motivos. Por un lado, la predisposición de los hogares a digerir pérdidas es mayor en sus inversiones en renta variable que en las de renta fija; y, por otro, la liquidez en los mercados de renta fija se ha reducido sensiblemente tras las masivas actuaciones de los bancos centrales (especialmente el BCE) comprando bonos, lo que reduce la capacidad de dichos mercados para absorber repentinas órdenes de ventas por parte de los fondos en un potencial evento de repunte de tipos.

Referencias

- BERGES, A., ROJAS, F. y TROIANO, F. (2018), La estructura de recursos de clientes en el sistema bancario español, *Cuadernos de Información Económica*, 267, pp. 49-54.
- FMI (2019). *Global Financial Stability*, nov 2019, chapter 3: Institutional Investors: Faling rates, rising risks.
- IOSCO (2018). *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, Final Report.