

# FONDOS DE INVERSIÓN Y BANCA TRADICIONAL EN ESPAÑA

## UNA VISIÓN AGREGADA

Francisco RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ

### I. INTRODUCCIÓN

**E**N la literatura bancaria se hace referencia habitualmente al término desintermediación para expresar la pérdida de importancia relativa de las entidades de depósito como intermediarios financieros. En sentido estricto, la desintermediación supone un contacto directo entre oferentes y demandantes de fondos en el que, de existir mediadores, éstos no desarrollan ninguna función de transformación, limitándose a poner en contacto a los ahorradores y las unidades de gasto con déficit. La difusión alcanzada en muchos países occidentales por productos financieros como los fondos de inversión y pensiones ha sido considerada en numerosas ocasiones como un ejemplo de desintermediación, si bien estos productos son comercializados por intermediarios financieros (sean estos bancarios o no). No obstante, la expansión de los fondos de inversión, en detrimento de otros productos de ahorro —como los depósitos bancarios— ha contribuido al debate en torno al futuro de la actividad bancaria tradicional.

En Estados Unidos, donde la industria de los fondos de inversión ha alcanzado su máxima expansión, estos activos han estado controlados tradicionalmente por grandes gestoras no bancarias, puesto que durante mucho tiempo no se permitió a las entidades de depósito actuar como gestores y/o distribuidores de estos productos. En España, el patrimonio de los fondos de inver-

sión ha crecido de manera espectacular durante la década de los noventa. Al igual que en otros países europeos, como Alemania o Francia, los fondos de inversión han sido gestionados en España de manera casi exclusiva por las instituciones bancarias, circunstancia a la que se ha denominado *desintermediación vinculada*. En cualquier caso, la dimensión adquirida por los fondos de inversión en España ha contribuido, entre otros factores, a un cambio estructural en la actividad bancaria, puesto que las funciones tradicionales de captación de depósitos y, por extensión, de creación de crédito, se han visto afectadas sensiblemente por la expansión de la inversión colectiva.

En este trabajo se pretende analizar, a escala agregada, las transformaciones que se han producido en la estructura de la actividad bancaria española en los últimos años. El artículo se divide en cuatro apartados. En el II, se analiza la disyuntiva entre intermediación bancaria y desintermediación y la importancia en estas relaciones del crecimiento de los fondos de inversión. Las implicaciones de la expansión de la inversión colectiva en España sobre la actividad bancaria tradicional son analizadas en el apartado III. Entre otros factores, se muestra cómo la progresiva sustitución de depósitos por fondos de inversión ha dificultado la captación de recursos líquidos de las entidades bancarias para la creación de crédito. En el apartado IV se realiza una estimación, mediante un modelo

de ecuaciones simultáneas, de las principales relaciones que determinan la importancia relativa agregada del crédito, los depósitos y los fondos de inversión, comparados con un conjunto homogéneo de activos financieros. El trabajo se cierra con el resumen de las principales conclusiones.

### II. LA EXPANSIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN Y LA DESINTERMEDIACIÓN VINCULADA

El proceso de desintermediación representa la pérdida de importancia, en un sistema financiero, de los intermediarios en favor de los mercados. Las teorías bancarias tradicionales justifican la relevancia de los intermediarios financieros por la existencia de costes de transacción y asimetrías de información (Bhattacharya y Thakor, 1993). A medida que se han ido reduciendo estas fricciones, podría pensarse, a priori, que los intermediarios han reducido su presencia en el sistema financiero. Sin embargo, tal y como señalan Allen y Santomero (1998), nuevos factores, tales como la gestión del riesgo y los costes de participación (1), explican la creciente importancia de la intermediación financiera. Para estos autores, si bien las instituciones bancarias han podido reducir su importancia relativa en Estados Unidos, la intermediación financiera está cada día más presente merced al crecimiento experimentado por los intermediarios no bancarios (destacando las empresas de seguros y las gestoras de fondos de inversión y pensiones no bancarias). Schmidt, Hackethal y Tyrell (1999), estudian la evolución de la intermediación bancaria en Alemania, Francia y Reino Unido. Sus resultados contradicen la hipótesis

de que exista un declive de la actividad bancaria o una tendencia hacia la desintermediación en estos países. Sin embargo, en algunos casos, como el de Francia, se observa una participación creciente de los intermediarios no bancarios.

Los fondos de inversión han experimentado un espectacular crecimiento en la mayoría de los países occidentales. En Estados Unidos, donde han alcanzado una mayor expansión, este crecimiento fue originalmente denominado desintermediación. Como indica Golter (1996), un término más apropiado para describir la expansión de la inversión colectiva en Estados Unidos podría ser *intermediación rediseñada*, puesto que, aunque las entidades de depósito estadounidenses no pudieron originalmen-

te comercializar fondos, los ahorradores utilizaron una vía intermediada (gestoras no bancarias) para adquirir estos productos (2). En cualquier caso, la desintermediación se identifica en numerosas ocasiones con una pérdida de importancia de los intermediarios bancarios. En este contexto, resulta conveniente analizar las implicaciones de tales transformaciones en la actividad bancaria. Kaufmann y Mote (1994) señalan que las entidades de depósito norteamericanas han reducido su participación en el crédito de forma más que proporcional a su pérdida de peso entre el conjunto de los intermediarios financieros, por lo que conviene cuestionarse en qué medida el crecimiento de los fondos y de los intermediarios no bancarios repercute en la actividad bancaria tradicional.

En España, el crecimiento de los fondos de inversión durante la década de los noventa ha constituido un fenómeno financiero sin precedentes. Al igual que en otros países europeos, como Alemania o Francia, las entidades de depósito se han convertido en los principales distribuidores de estos productos, directamente o a través de gestoras filiales, por lo que, teniendo en cuenta las diferencias con otros países en cuanto al papel de las entidades de depósito en este negocio, se suele hablar de *desintermediación vinculada*.

El cuadro n.º 1 muestra la evolución para el período 1990-1999 del volumen de activos y el porcentaje del PIB de un conjunto representativo de instrumentos financieros en España. Entre el conjunto de activos financie-

CUADRO N.º 1

EVOLUCIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN ESPAÑA (1990-1999)  
(Millones de euros)

	Depósitos bancarios	Valores a corto plazo	Obligaciones	Acciones	Fondos de inversión	Seguros
1990.....	350.662	86.004	62.438	125.047	6.874	34.246
Porcentaje del PIB.....	116,4	28,5	20,7	41,5	2,3	11,4
1991.....	398.085	77.962	80.852	132.301	23.187	41.574
Porcentaje del PIB.....	120,6	23,6	24,4	40,1	7,0	12,6
1992.....	471.222	77.053	95.007	140.506	37.683	47.851
Porcentaje del PIB.....	132,7	21,7	26,7	39,6	10,6	13,5
1993.....	611.923	75.877	151.463	169.137	60.896	55.714
Porcentaje del PIB.....	167,0	20,7	41,3	46,2	16,6	15,5
1994.....	616.982	79.916	164.789	182.851	67.485	65.052
Porcentaje del PIB.....	158,4	20,5	42,3	46,9	17,6	16,7
1995.....	683.293	80.632	190.414	197.296	72.658	74.780
Porcentaje del PIB.....	156,1	18,4	43,5	45,1	16,6	17,1
1996.....	709.238	89.726	216.234	247.723	110.355	87.764
Porcentaje del PIB.....	153,0	19,4	46,7	53,5	23,8	18,9
1997.....	745.033	80.752	260.115	330.136	158.377	102.419
Porcentaje del PIB.....	151,6	16,4	52,9	67,2	32,2	20,8
1998.....	783.394	70.381	321.891	438.869	195.611	117.021
Porcentaje del PIB.....	149,9	13,5	61,6	84,0	37,4	22,4
1999 (*).....	830.304	58.914	381.167	500.949	201.039	124.728
Porcentaje del PIB.....	151,7	10,8	69,7	91,5	36,7	22,8

(\*) Tercer trimestre

Fuente: Banco de España

ros, los fondos de inversión han experimentado, con gran diferencia, el mayor crecimiento, multiplicándose su patrimonio por más de 29 durante el período considerado, a una tasa de variación media anual del 55,8 por 100, frente al 17,1 por 100 de las acciones y al 15,5 por 100 de los seguros. Si bien los depósitos mantienen su importancia en términos absolutos (representando un 151,7 por 100 del PIB en 1999), su tasa de variación media anual en el período (10,4 por 100) es inferior a las anteriores, ilustrando el mayor crecimiento relativo de los activos financieros cuya rentabilidad está más directamente vinculada a la de los mercados. La fuerte expansión de los fondos también se observa como porcentaje del PIB, con una transición desde el 2,3 por 100 en 1990 hasta el 36,7 por 100 en 1999, estando su patri-

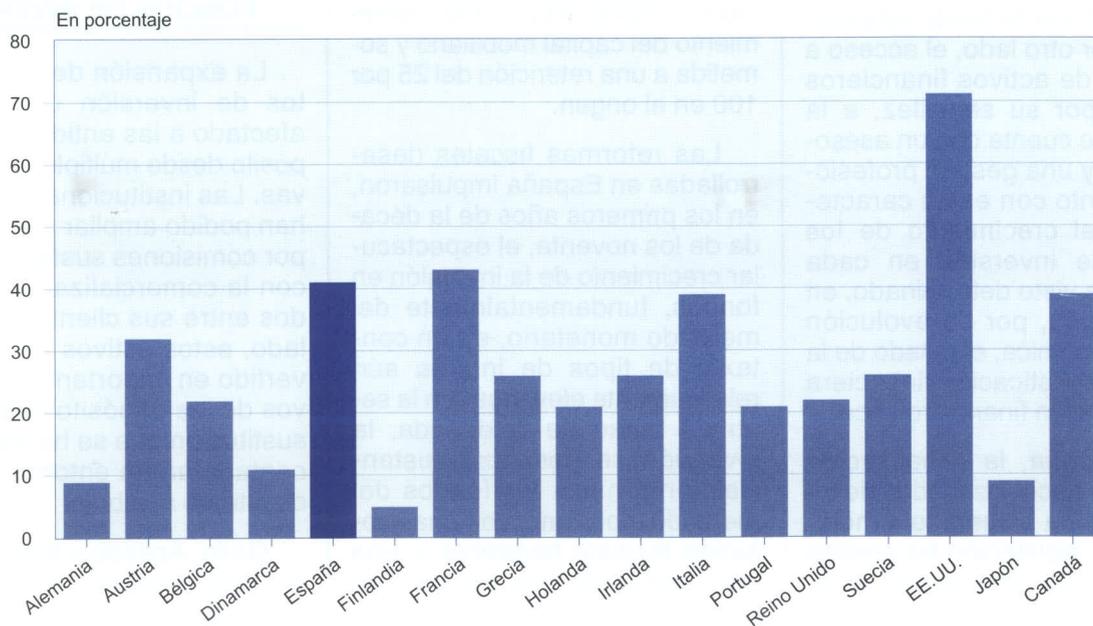
monio a finales de 1999 en torno a los 35 billones de pesetas. Esta evolución ha colocado a España entre las principales industrias de fondos de inversión a escala mundial.

El gráfico 1 muestra el patrimonio total de los fondos de inversión en relación con el PIB para los países de la Unión Europea (3), Estados Unidos, Japón y Canadá en 1999. El volumen de activos en Estados Unidos es sensiblemente superior al del resto de países, superando los 5,7 billones de dólares (más del 70 por 100 de su PIB). España se encuentra, junto con Canadá, Francia e Italia, entre el conjunto de países en los que los fondos de inversión gozan de un mayor peso relativo, en torno al 40 por 100 del PIB. En términos absolutos, Francia se encuentra a la cabeza en la Unión Europea y en el segundo puesto mundial, con

621.000 millones de dólares. España ocupa el cuarto puesto en la Unión Europea —por detrás de Francia, Italia y Luxemburgo— y el séptimo a escala mundial.

Aunque la expansión de los fondos de inversión es un fenómeno extendido a escala internacional, existen diferencias significativas entre los distintos países, tanto en la magnitud del crecimiento como en las pautas que determinan su expansión (Walter, 1999, págs. 9-16). En Estados Unidos, el enorme desarrollo de estos activos se basó, inicialmente, en los fondos del mercado mobiliario. A partir de 1985 (con la caída de los rendimientos bursátiles), el crecimiento se sustentó en los fondos del mercado monetario que, con servicios similares a los depósitos, se convirtieron en un importante producto sustitutivo para estos últimos. En la Europa continen-

**GRÁFICO 1**  
**PATRIMONIO FONDOS/PIB. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (1999)**



Fuente: Investment Company Institute (ICI), Federación Europea de Instituciones de Inversión Colectiva (FECSI) y elaboración propia.

tal, la importancia de las instituciones bancarias en el sistema financiero se ha dejado sentir en la evolución de la inversión colectiva. Así pues, en países como Alemania, Francia, España e Italia las entidades de depósito han determinado, en gran medida, la difusión de la inversión colectiva. En otros casos, como los de Holanda o el Reino Unido, las gestoras independientes y las aseguradoras se han convertido en los partícipes más activos de este negocio.

Varias son las causas que explican la evolución experimentada por los fondos de inversión. En primer lugar, deben destacarse las ventajas propias de este tipo de activos. A través de los fondos de inversión, el ahorrador contribuye a la formación de una cartera colectiva de activos financieros a la que tendría difícil acceso de modo individual. La variedad de títulos de estas carteras contribuye a la diversificación del riesgo, dotando a los fondos de un elevado nivel de seguridad (si bien el riesgo puede variar significativamente dependiendo del tipo de fondo seleccionado). Por otro lado, el acceso a este tipo de activos financieros destaca por su sencillez, a la vez que se cuenta con un asesoramiento y una gestión profesionales. Junto con estas características, el crecimiento de los fondos de inversión en cada país se ha visto determinado, en gran medida, por su evolución macroeconómica, el estado de la cultura y sofisticación financiera y la regulación financiero-fiscal.

En España, la canalización del ahorro hacia los fondos de inversión se ha extendido a medida que la legislación ha creado un marco favorable para el desarrollo de estas instituciones y la evolución de los tipos de interés ha reducido el atractivo de los productos de ahorro tradi-

cionales (depósitos). Con la Ley 46/1984, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, se creó un marco legislativo adecuado para el desarrollo de estas instituciones. Sin embargo, el factor impulsor fundamental de la inversión colectiva en España ha sido la legislación fiscal del ahorro. Las reformas que se han acometido en la tributación personal —entre las que destacan la Ley 18/1991 del IRPF y el Real Decreto-Ley/1996 sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica— se han caracterizado por la discriminación relativa de ciertos activos (depósitos) frente a otros (fondos de inversión). Las principales diferencias se derivaban de la consideración de las rentas generadas por los fondos como variaciones patrimoniales, las cuales se encontraban además, exentas de retenciones. Los depósitos, sin embargo, quedaron encuadrados como renta regular —incrementando la base imponible y tributando al tipo marginal del IRPF— estando su remuneración considerada como rendimiento del capital mobiliario y sometida a una retención del 25 por 100 en el origen.

Las reformas fiscales desarrolladas en España impulsaron, en los primeros años de la década de los noventa, el espectacular crecimiento de la inversión en fondos, fundamentalmente del mercado monetario, en un contexto de tipos de interés aún relativamente elevados. En la segunda mitad de la década, la inversión se desplazó sustancialmente hacia los fondos del mercado mobiliario, con una evolución bursátil favorable y una marcada tendencia a la baja en los tipos de interés. El papel de la fiscalidad ha sido igualmente relevante en otros países. La difusión alcanzada por los fondos

del mercado monetario en Francia se debe, en parte, a su tratamiento fiscal. Golter señala cómo la reforma fiscal llevada a cabo en Estados Unidos en 1986, favorable a los fondos del mercado de dinero, elevó su patrimonio en aquel año de 36 a 69 miles de millones de dólares.

Dada la magnitud del crecimiento de los fondos de inversión en España y la implicación de las entidades de depósito en este negocio, resulta de interés analizar las transformaciones que han podido producirse en la actividad de estas entidades. En concreto, conocida la importancia de los depósitos en la creación de crédito, es conveniente evaluar la influencia de la competencia fondos-depósitos, junto con otros factores determinantes, en la actividad bancaria tradicional.

### **III. TRANSFORMACIONES EN LA ACTIVIDAD BANCARIA EN ESPAÑA: EL PAPEL DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN**

La expansión de los productos de inversión colectiva ha afectado a las entidades de depósito desde múltiples perspectivas. Las instituciones bancarias han podido ampliar sus ingresos por comisiones sustancialmente con la comercialización de fondos entre sus clientes. Por otro lado, estos activos se han convertido en importantes sustitutos de los depósitos bancarios, sustitución que se ha visto acrecentada en un entorno de tipos de interés a la baja.

Gallo, Apilado y Kolari (1996) analizan el impacto de los fondos de inversión en el riesgo y la rentabilidad bancarios. Sus resultados sugieren que los fondos contribuyen a incrementar la ren-

tabilidad sobre activos (ROA) de la entidad y a la diversificación del riesgo. Para Bowen (1994), otro aspecto positivo para las entidades de depósito de su implicación en el negocio de los fondos es que pueden asumir estrategias acordes con las preferencias del ahorrador. Sin embargo, estas estrategias reflejan la opción progresiva de los depositantes por otros productos de ahorro, como los depósitos. Keeton (1998) señala cómo la competencia fundamental para los depósitos bancarios en Estados Unidos durante los ochenta provino de los fondos del mercado monetario, ya que ofrecían remuneraciones de mercado abierto, una elevada liquidez y servicios de pago (*check-writing facilities*) similares a los de los depósitos. Desde que en 1987 la Reserva Federal eliminó gran parte de las restricciones que imponía la regulación *Glass Steagall* a las entidades de depósito norteamericanas para entrar en la industria de los fondos de inversión, éstas dirigieron sus estrategias de negocio hacia estos activos financieros como consecuencia de la difusión alcanzada por los mismos entre los depositantes.

En los países en los que los fondos de inversión se han extendido de forma significativa, se observa una tendencia según la cual su crecimiento se apoya tanto en el nuevo ahorro generado como en gran parte de las inversiones que previamente se destinaban a los depósitos (Walter, 1999, pág. 10). Szcudlo (1994) estima que el crecimiento de los fondos en Estados Unidos proviene en un 40 por 100 de una parcela del ahorro familiar que anteriormente correspondía a los depósitos bancarios.

Las implicaciones de los fondos de inversión para las entidades de depósito se han llevado

aún más lejos en algunos estudios (Gorton y Penacchi, 1993; Kaufmann y Mote, 1994, o Scott, 1998). Considerando la amplia gama de servicios ofrecidos y la difusión alcanzada por los fondos del mercado monetario en Estados Unidos, algunos autores consideran que estos activos financieros constituyen una alternativa para los depósitos como medio de pago, la cual —junto con la participación creciente de los intermediarios no bancarios en el mercado del crédito— constituiría una seria amenaza para el futuro de las entidades de depósito.

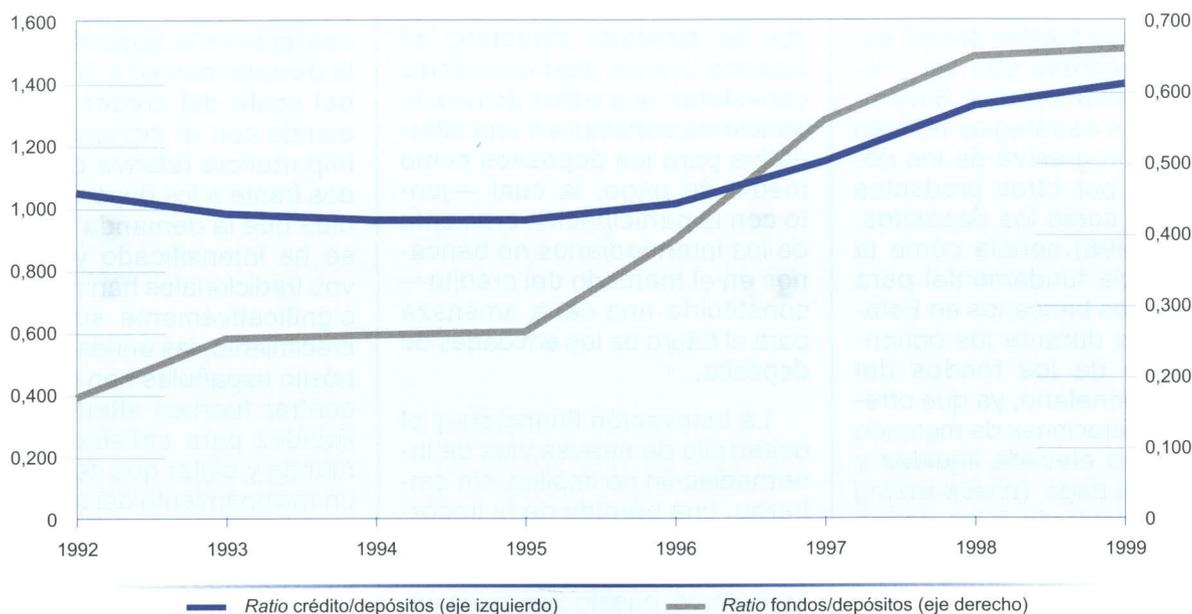
La innovación financiera y el desarrollo de nuevas vías de intermediación no implica, sin embargo, una pérdida de la importancia relativa de las entidades de depósito como intermediarios financieros, puesto que estas entidades están operando en las nuevas áreas de negocio y, en ocasiones, desarrollando una posición dominante. Este es el caso de España, donde bancos y cajas de ahorros controlan más del 90 por 100 del patrimonio de los fondos de inversión. En cualquier caso, aunque los fondos han supuesto una importante fuente de ingresos para las entidades de depósito españolas (que ha compensado parcialmente la reducción de los márgenes de balance), no proporcionan liquidez para la actividad crediticia y han contribuido a la erosión de las cuentas de depósitos de ahorro y a plazo.

El mayor crecimiento relativo de los fondos sobre los depósitos ha coincidido con una creciente demanda de crédito. Valores superiores a la unidad en la *ratio* crédito/depósitos pueden ser indicativos de un aumento de las tensiones de liquidez en la actividad bancaria tradicional. En el gráfico 2 se comparan los valores de esta *ratio* con el creci-

miento relativo de los fondos sobre los depósitos bancarios. En la mayor parte de los años del período considerado, la *ratio* crédito/depósitos es superior a la unidad. Esta tendencia se hace creciente en la segunda mitad de la década merced a la reducción del coste del crédito, y coincidiendo con el incremento de la importancia relativa de los fondos frente a los depósitos. A medida que la demanda de crédito se ha intensificado y los pasivos tradicionales han ralentizado significativamente su ritmo de crecimiento, las entidades de depósito españolas han debido encontrar fuentes alternativas de liquidez para satisfacer tal demanda y evitar que se produzca un racionamiento del crédito.

Además de constituir el principal recurso de liquidez, los depósitos resultan determinantes para la actividad crediticia por razones de índole estratégica. Estos pasivos desempeñan una función central en lo que puede denominarse crédito basado en las relaciones preexistentes (*relationship lending*). Para Berlin y Mester (1999), la relación entidad-cliente establecida a través de los depósitos genera beneficios adicionales, dado que el mantenimiento de estos vínculos en el tiempo puede ayudar a la entidad a «suavizar» los efectos de alteraciones en el coste del crédito (*rate smoothing*). Por un lado, elevando de forma marginal este coste cuando la situación económica es favorable, y por otro, reduciéndolo cuando el acceso al crédito se hace más difícil. De este modo, la entidad consigue una diversificación intertemporal de los riesgos derivados de su actividad crediticia (*intertemporal risk-sharing*). Para el prestatario, las posibilidades de acceso al crédito se hacen más homogéneas ante condiciones económicas diversas.

GRÁFICO 2  
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO Y LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN RELACIÓN  
CON EL VOLUMEN DE DEPÓSITOS (1992-1999)



Junto con los depósitos, otras variables como los recursos propios se encuentran estrechamente relacionadas con la evolución del crédito bancario. Peek y Rosengreen (1995) muestran cómo, con la intensificación de la regulación de recursos propios, una reducción del capital bancario lleva aparejada una disminución tanto en el nivel de depósitos como —más que proporcionalmente— en el de crédito. En consonancia con estas hipótesis, Hancock y Wilcox (1998) muestran cómo la reducción del nivel de recursos propios en determinadas regiones de Estados Unidos entre 1989 y 1992 tuvo una incidencia negativa y significativa tanto en el crédito bancario como en la actividad económica de tales regiones.

Algunas investigaciones recientes ponen de relieve que las entidades de depósito españolas

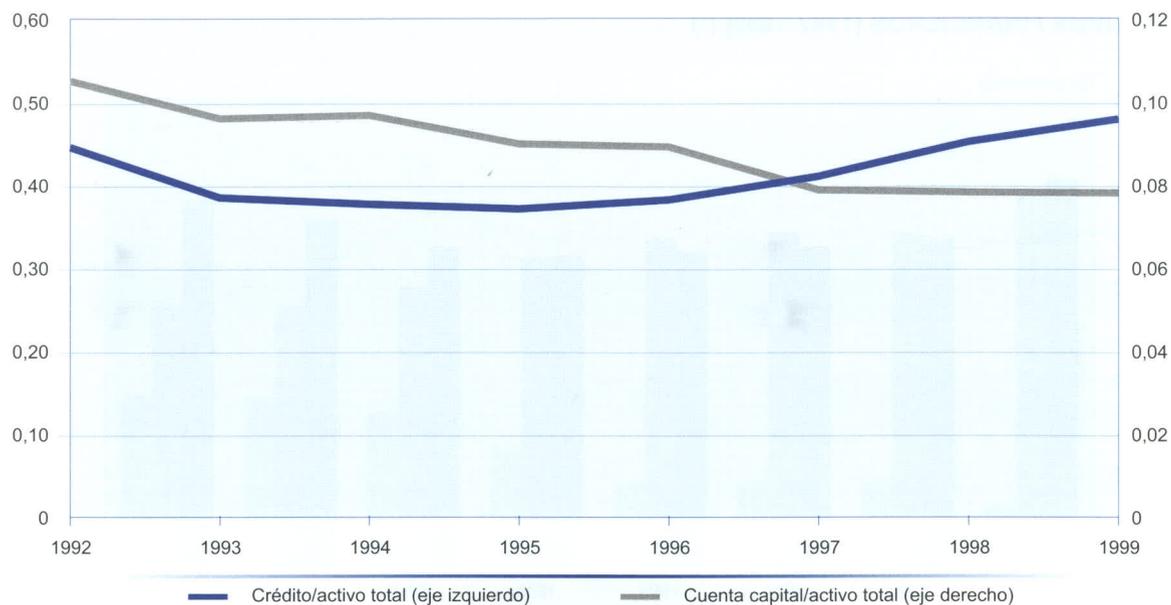
presentan, por lo general, un adecuado nivel de capitalización y han adaptado sus niveles de recursos propios a las exigencias de la regulación a medida que han alterado su cartera de inversiones (Carbó y García Cabello, 1999). El gráfico 3 muestra los valores de las *ratios* de capital y crédito sobre activos totales entre 1992 y 1999. La evolución de ambas magnitudes es muy similar, si bien en los últimos años del período el crédito ha crecido a un ritmo superior. En general, se aprecia la adaptación que exhiben las instituciones bancarias españolas en el cumplimiento de los requisitos de reservas mínimas.

En resumen, las entidades de depósito españolas han visto disminuida su captación de recursos líquidos procedentes de los depósitos y han debido recurrir a mecanismos alternativos para

obtener la liquidez necesaria para los créditos (mercado interbancario y cesiones de deuda, principalmente). Por otra parte, el crecimiento del crédito en los últimos años se ha visto respaldado por un nivel de capitalización adecuado, que ha ayudado a mantener la solvencia de las entidades y ha aportado flexibilidad para la creación de crédito, reduciendo la probabilidad de ocurrencia de un racionamiento de crédito.

A la vista de las relaciones planteadas, conviene analizar las transformaciones fundamentales que han podido producirse en la estructura de la actividad bancaria. En primer lugar, a partir del estudio del impacto de los fondos de inversión sobre los pasivos tradicionales, como reflejo de las transformaciones en el mercado del ahorro. Por otra parte, analizando la evolución agregada

**GRÁFICO 3**  
**CRÉDITO Y CUENTA DE CAPITAL SOBRE ACTIVOS TOTALES (1992-1999)**



de los depósitos (como recurso principal del crédito), el nivel de capitalización (por las imposiciones de la regulación) y la evolución de la actividad económica (como indicador del ciclo económico) en relación con la participación del crédito en las actividades bancarias.

El gráfico 4 ofrece una visión general de las relaciones entre las principales variables (depósitos, fondos de inversión y crédito) para el período 1992-1999. Para un análisis homogéneo, estas magnitudes se muestran en términos relativos respecto a un conjunto amplio de activos financieros de las entidades de depósito que comprende los activos totales bancarios y el patrimonio de los fondos de inversión. En el gráfico se observa cómo los fondos de inversión han aumentado sensiblemente su participación en este conjunto de activos financieros, pasando del 6,7 por 100

al 28 por 100. Por el contrario, la desaceleración en la captación de recursos líquidos se ha dejado sentir en los depósitos, que han visto reducida su presencia relativa del 39,7 por 100 al 28 por 100. A pesar de la menor presencia de los depósitos, el crédito ha aumentado su participación hasta situarse en torno al 40 por 100, principalmente en los últimos años del período considerado, en los que su coste se ha reducido sustancialmente.

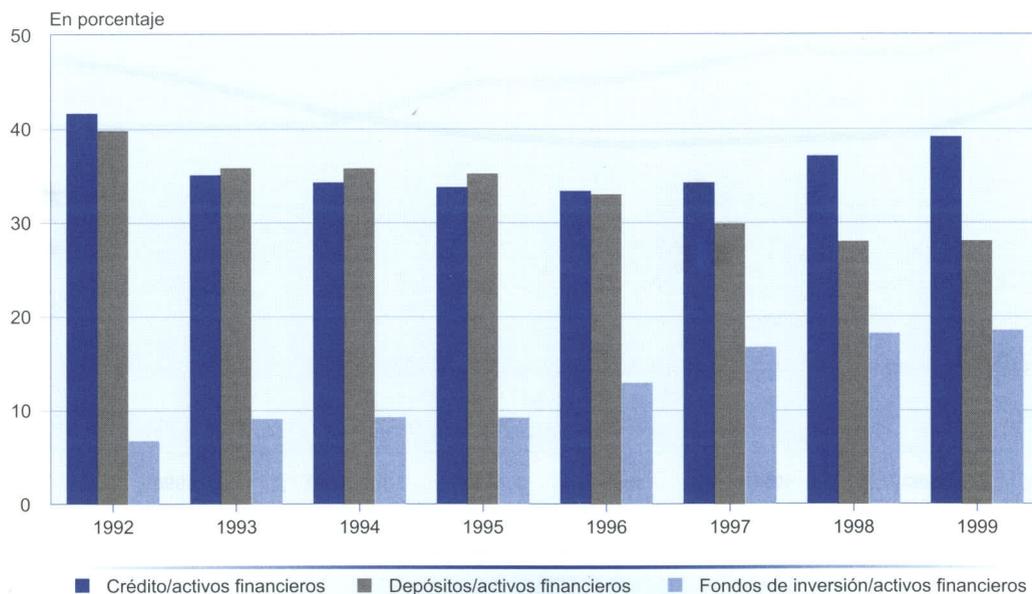
A las relaciones entre las principales variables (peso relativo de fondos y depósitos) deben añadirse otros factores (como los recursos propios y la evolución macroeconómica) que contribuyen a explicar el mayor o menor peso relativo del crédito bancario en las actividades de las entidades de depósito. En el apartado IV se desarrolla un modelo que estima las principales relaciones entre estas variables.

#### **IV. LA COMPETENCIA FONDOS-DEPÓSITOS Y LOS DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD CREDITICIA: UNA ESTIMACIÓN AGREGADA**

El objetivo de este apartado es analizar los efectos de los flujos de fondos de inversión en los depósitos bancarios, así como las relaciones que determinan la participación relativa del crédito en el conjunto de la actividad de las entidades de depósito (incluidas la actividades fuera de balance).

Los datos utilizados son de carácter mensual y agregado. El período considerado es 1992-1998, con un total de 84 observaciones. Cada una de las variables bancarias ha sido dividida por el conjunto de activos financieros gestionados por las entidades de depósito, incluyendo

GRÁFICO 4  
CRÉDITO, DEPÓSITOS Y FONDOS EN RELACIÓN CON EL TOTAL  
DE ACTIVOS FINANCIEROS (1992-1999) (\*)



(\*) activos financieros = activos totales más fondos de inversión

los activos totales de balance y el patrimonio de los fondos de inversión. En el caso de la participación relativa del crédito, se consideran alternativamente el crédito total, el crédito comercial y el crédito hipotecario. Dado que la periodicidad de los datos es mensual, cada variable se computa como una media móvil anual de la tasa de crecimiento mensual. De este modo, se elimina la estacionalidad propia de algunas de las variables consideradas (como los depósitos).

En el cuadro n.º 2 se recoge la estadística descriptiva de cada una de las variables consideradas, cuya definición es la siguiente:

- CRED: Tasa de variación del cociente «Crédito total/activos financieros».

- CCOM: Tasa de variación del cociente «Crédito comercial/activos financieros».

- HIPOT: Tasa de variación del cociente «Crédito hipotecario/activos financieros».

- DEP: Tasa de variación del cociente «Depósitos/activos financieros».

- CAP: Tasa de variación de la *ratio* «Capital/activo».

- FINV: Tasa de variación del cociente «Fondos de inversión/activos financieros».

- PIB: Tasa de crecimiento del PIB.

- DPUB: Tasa de variación del cociente «Deuda pública en las entidades de depósito/activos financieros».

El análisis se realiza a través de ecuaciones simultáneas: por un lado, para estudiar las relaciones entre los niveles de crédito y los de las variables que los determinan (entre ellas, los depósitos), y por otro, para analizar el grado de sustituibilidad entre fondos de inversión y depósitos. Entre algunas de las variables consideradas se da un cierto grado de simultaneidad (como capital y crédito) (4). El método más adecuado, considerando la información y el número de observaciones de que se dispone, es el de mínimos cuadrados en dos etapas (MC2E). Con este método, cada ecuación se estima aisladamente, aunque en cada estimación se tiene en cuenta la naturaleza endógena o exógena de las variables que intervienen (5). Se pretende estimar el siguiente sistema de ecuaciones simultáneas

CUADRO N.º 2

VARIABLES DEL MODELO: MEDIA Y DESVIACIÓN TÍPICA

Variable	Media	Desviación típica
CRED .....	-0,00211	0,00554
CCOM.....	-0,00848	0,00782
HIPOT.....	0,00401	0,00573
DEP .....	-0,00508	0,00341
FINV .....	0,01551	0,01438
DPUB .....	-0,01128	0,01603
PIB .....	0,02080	0,01730
CAP .....	-0,00251	0,00386

Fuente: Datos del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(incluyendo los signos esperados para los coeficientes de las variables explicativas):

$$CRED = f \left( \overset{+}{DEP}, \overset{+}{CAP}, \overset{+}{PIB} \right) \quad [1]$$

$$DEP = f \left( \overset{-}{FINV}, \overset{+}{PIB} \right) \quad [2]$$

$$CAP = f \left( \overset{+}{CRED}, \overset{-}{DPUB} \right) \quad [3]$$

En este modelo, la ecuación [1] estudia qué efectos producen en la evolución del «crédito total/activos financieros» las variaciones en la *ratio* agregada de capital sobre activos, la tasa de crecimiento del cociente «depósitos/activos financieros» y la tasa de variación del PIB. De acuerdo con las hipótesis planteadas, los signos esperados de los coeficientes de estas variables deben ser positivos. En la ecuación [2] se describen los efectos que sobre los depósitos bancarios producen alteraciones de carácter exógeno. Por una parte, se plantea la interacción entre el crecimiento de los depósitos y la evolución de los flujos de fondos de inversión. Por otro lado, se consideran las variaciones en los niveles de depósitos en función del ciclo económico (medido a partir de la tasa de variación del PIB). En principio, se espera una

relación negativa y significativa entre los flujos de fondos de inversión y los depósitos bancarios. La relación entre la tasa de crecimiento del PIB y la evolución de los depósitos se espera que sea positiva, expresando la relación entre los niveles de ahorro y riqueza y la actividad económica. Por último, dada la relación de simultaneidad entre el crédito y los recursos propios, la ecuación [3] estudia la evolución de la *ratio* agregada de capital sobre activos en función de los niveles de crédito y deuda pública mantenidos por las entidades de depósito. Puesto que los créditos suponen un incremento del riesgo, se espera que su coeficiente sea positivo, mientras que un mayor porcentaje de deuda pública expresa una menor penalización en términos de recursos propios y, por tanto, su signo esperado es negativo.

Para completar el modelo, se incluyen estimaciones para las dos categorías principales de crédito durante el período de estudio. Así pues, análogamente a la especificación del crédito total, se analizan las variaciones en el crédito comercial (CCOM) e hipotecario (HIPOT), respectivamente.

El cuadro n.º 3 ofrece los principales resultados. En la ecuación

en la que DEP es la variable explicada, el efecto de variaciones en los fondos de inversión (FINV) sobre la evolución de los depósitos resulta ser significativo y negativo. Estas estimaciones sugieren que la creciente participación de la inversión colectiva en la actividad bancaria ha propiciado, entre otros factores, una reducción del peso relativo de los depósitos. Por otro lado, la evolución del PIB —que en el período de estimación presenta una elevada correlación con los tipos de interés de referencia— es, conforme a lo esperado, positiva.

En lo que respecta a la actividad crediticia, en la ecuación en la que CRED es la variable explicada, el nivel agregado de depósitos está relacionado positiva y significativamente con el porcentaje de crédito sobre activos financieros. Tal y como sugieren los modelos teóricos, una reducción en los niveles de recursos ajenos puede reducir sustancialmente la importancia relativa del crédito bancario en ausencia (o ante la insuficiencia) de soluciones alternativas. Por otro lado, los créditos totales están positiva y fuertemente relacionados con la *ratio* agregada capital/activo (CAP) —dado que una mayor dotación de recursos propios facilita la actividad crediticia— y con la tasa de crecimiento del PIB, puesto que un mayor nivel de actividad suele llevar aparejado un incremento de la demanda de financiación bancaria. Resultados similares se obtienen para las estimaciones desarrolladas paralelamente con respecto al crédito comercial (CCOM) e hipotecario (HIPOT).

Por último, en la ecuación en la que la variable explicada es CAP, la evolución de la *ratio* agregada de capital/activo está relacionada positivamente, conforme a lo esperado, con el porcentaje

CUADRO N.º 3

**TRANSFORMACIONES RECIENTES EN LA ESTRUCTURA DE LA ACTIVIDAD BANCARIA EN ESPAÑA.  
ANÁLISIS AGREGADO**

Método de estimación: Mínimos cuadrados en dos etapas (MC2E)

Número de observaciones: 84 (1992: 1-1998:12)

VARIABLES DEPENDIENTES	VARIABLES EXPLICATIVAS					
	Constante	DEP	PIB	CAP	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> Ajustado
CRED .....	-0,001874* (-1,67)	0,372778*** (3,47)	0,147475*** (5,18)	0,560577*** (4,46)	0,72	0,71
CCOM .....	-0,009840*** (-6,04)	0,838167*** (5,36)	0,287684*** (6,95)	0,147679 (0,81)	0,70	0,69
HIPO .....	0,008885*** (9,11)	0,843016*** (9,00)	0,065905*** (2,66)	0,781671*** (7,13)	0,80	0,80
	Constante	FINV	PIB		R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> Ajustado
DEP .....	-0,004120*** (-6,07)	-0,111328*** (-4,49)	0,036448* (1,76)		0,25	0,23
	Constante	CRED	DPUB		R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> Ajustado
CAP .....	-0,001806*** (-4,44)	0,687541*** (10,27)	-0,066430 *** (-3,28)		0,53	0,51

## Notas:

\*\*\* Significativamente diferente de cero al 1 por 100.

\*\* Significativamente diferente de cero al 5 por 100.

\* Significativamente diferente de cero al 10 por 100.

Valores absolutos de los estadísticos t entre paréntesis.

de crédito sobre activos totales (CRED) y negativamente con las tenencias de deuda pública (DPUB), que se introducen como *proxy* del peso de los activos sin riesgo.

En definitiva, las transformaciones en el mercado del ahorro se reflejan en la actividad bancaria, dado que a medida que los fondos de inversión incrementan su importancia relativa, los depósitos la reducen y las entidades recurren a otras fuentes de liquidez para la financiación crediticia (generalmente, de coste superior al de los depósitos). Asimismo, se ha evidenciado el papel de los recursos propios y la coyuntura económica como factores explicativos cruciales del crédito bancario.

## V. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS FUTURAS

El crecimiento de los fondos de inversión en España constituye uno de los ejemplos más claros de las transformaciones que se han producido en la actividad bancaria en este país en los últimos años. Por una parte, esta expansión es fiel reflejo del proceso de innovación financiera y de la tendencia hacia la diversificación en las inversiones bancarias, tanto dentro como fuera de balance. Por otra parte, representa los cambios recientes en las preferencias de los ahorradores, que presentan una propensión creciente a la inversión en productos como los fondos de inversión, en detrimento de otros, como los depósitos bancarios

tradicionales. En este artículo, se han evidenciado los importantes efectos de esos cambios en la composición del ahorro sobre el sector bancario español durante la década de los noventa.

En los últimos tiempos, sin embargo, se han producido cambios en la normativa fiscal y financiera que pueden modificar alguna de las cuestiones tratadas en este artículo. Recientemente, se han adoptado una serie de medidas con el objetivo de aumentar la neutralidad fiscal de los activos financieros, destacando la Ley 40/1998, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras Normas Tributarias, que entró en vigor en 1999. Con este cambio normativo, se redujeron (que no anularon) algunas de las ventajas fiscales de los fondos con res-

pecto a otros productos de ahorro. Desde el punto de vista institucional, se espera la aprobación de una nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, que vendría a completar la legislación existente ante la necesidad de adecuar y armonizar su regulación con la del resto de los países comunitarios. En lo que respecta a la provisión de crédito, ésta puede verse afectada por el Real Decreto 926/1998, regulador de los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización. Este decreto contempla la posibilidad de incorporación de otros activos (como el crédito no hipotecario) a los fondos de titulización. Por último, la ley 37/1998, de Reforma del Mercado de Valores, afecta en varios aspectos a las instituciones de inversión colectiva, permitiendo la inversión en productos derivados y en valores no cotizados, con lo que se amplían las posibilidades de financiación de la inversión colectiva más allá de las grandes empresas, la deuda pública y los mercados oficiales, si bien habrá que esperar para ver la repercusión de estos cambios.

#### NOTAS

(1) Los costes de participación son aquellos que dependen de la experiencia y la participación día a día en el mercado. La complejidad, variedad y amplitud adquirida por los mercados financieros explicaría la importancia actual de la gestión del riesgo.

(2) Las gestoras independientes (*mutual fund families*) realizan un conjunto de actividades más amplias que las propias de un *broker* o *dealer*, tales como la composición y gestión de las carteras que constituyen el fondo, asesoramiento profesional y otras facilidades y servicios inherentes a determinadas categorías de fondos (como es el caso los servicios de pago que ofrecen muchos fondos del mercado monetario en Estados Unidos).

(3) Luxemburgo no ha sido incluido en el gráfico, dado que la peculiaridad de la enorme concentración de inversiones en este país hace que la proporción de fondos de inversión en relación con su PIB supere ampliamente la escala considerada.

(4) Por ejemplo, el capital puede influir en el crédito concedido, pero también puede suceder al contrario.

(5) En una primera etapa, se sustituyen las variables endógenas que actúan como explicativas en la ecuación principal por una serie de variables instrumentales, que se obtienen estimando sus ecuaciones de la forma reducida por MCO. En la segunda etapa, se sustituyen las variables endógenas explicativas por sus estimaciones de la forma reducida, creando un modelo auxiliar que se estima aplicando el método de MCO.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, F., y SANTOMERO, A. M. (1998), «The theory of financial intermediation», *Journal of Banking and Finance*, 21, páginas 1461-1485.
- BERLIN, M., y MESTER, L. J. (1999), *Deposits and Relationship Lending*, The Wharton School Institutional Center, WP. 99-03.
- BOWEN, J. W. (1994), «Strategies for harnessing the mutual funds boom», *The Bankers Magazine*, marzo-abril, págs. 21-24.
- BHATTACHARYA, S., y THAKOR, A. V. (1993), «Contemporary banking theory», *Journal of Financial Intermediation*, 3, páginas 2-50.
- CARBÓ, S., y GARCÍA CABELLO, J. (1999), «Fondos de inversión, capitales propios bancarios y credit crunch», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 66, páginas 89-95.

GALLO, J. G.; APILADO, V. P., y KOLARI, J. W. (1996), «Commercial bank mutual fund activities: Implications for bank risks and profitability», *Journal of Banking and Finance*, 20, págs. 1775-1791.

GOLTER, J. W. (1996), «Banks and mutual funds», *Federal Deposit Insurance Company Banking Review*, article II, vol. 8, número 3, págs. 10-20.

GORTON, G., y PENNACCHI, G. (1993), «Money market funds and finance companies: Are they the banks of the future?», en *Structural Change in Banking*, M. Klausner y L. White, Nueva York, Irwin.

HANCOCK, D., y WILCOX, J. A. (1998), «The credit crunch and the availability of credit to small business», *Journal of Banking and Finance*, 22, págs. 983-1014.

KAUFMAN, G. G., y MOTE, L. R. (1994), «Is banking a declining industry?», *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, mayo-junio, vol. XVIII, n.º 3, páginas 2-21.

KEETON, W. R. (1998), «Are rural banks facing increasing funding pressures? Evidence from tenth district states», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas, segundo trimestre, págs. 43-61.

PEEK, J., y ROSENGREN, E. (1995), «The capital crunch: Neither a borrower nor a lender be», *Journal of Money, Credit and Banking*, 3, págs. 625-638.

SCHMIDT, R. H.; HACKETHAL, A., y TYRELL, M. (1999), «Disintermediation and the role of banks in Europe», *Journal of Financial Intermediation*, 8, págs. 36-67.

SCOTT, K. (1998), «Mutual funds as an alternative banking system», *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, volumen 154/1, págs. 86-96.

SZCUDLO, R. S. (1994), «Mutual funds: Opportunities and risks», *The Bankers Magazine*, marzo-abril, págs. 25-28.

WALTER, I. (1999), «The Global Assets Management Industry: Competitive Structure and Performance», en *Financial Markets Institutions and Instruments*, Blackwell Publishers, Oxford. págs. 1-78.

### Resumen

Los fondos de inversión han experimentado un crecimiento sin precedentes en España durante la década de los noventa. El patrimonio de estos activos ha sido gestionado de manera casi exclusiva por las entidades de depósito. Los productos de inversión se han convertido en un importante sustituto para las cuentas de ahorro y a plazo. Las entidades de depósito se han visto obligadas a incrementar su recurso al mercado interbancario y a las cesiones de deuda para obtener la liquidez necesaria ante la creciente demanda de crédito. Los resultados sugieren que los cambios en el mercado del ahorro se han reflejado en la actividad bancaria, dado que a medida que los fondos de inversión aumentan su peso relativo, los depósitos lo reducen y las entidades recurren a otras fuentes de liquidez para la financiación crediticia.

*Palabras clave:* fondos de inversión, desintermediación vinculada, banca tradicional, depósitos y crédito.

### Abstract

Mutual funds underwent an unprecedented growth in Spain during the nineties. The assets of these funds are managed almost entirely by deposit entities. Investment products have become a major substitute for savings and deposit accounts. The deposit entities have been forced to have increased recourse to the interbank market and debt assignment to obtain the necessary liquidity to meet the growing demand for credit. The results suggest that the changes in the savings market are reflected in banking activity since, as the relative importance of the investment funds increases, deposits decline and banks have to resort to other sources of liquidity for credit financing.

*Key words:* mutual funds, linked desintermediation, traditional banking, deposits and credit.

*JEL classification:* G20, G21.