

ESTADÍSTICAS ARMONIZADAS DEL BCE DE FONDOS DE INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO Y SU USO ANALÍTICO CON FINES DE POLÍTICA MONETARIA

ARTÍCULOS

Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria

En diciembre de 2009, el BCE publicó por primera vez estadísticas armonizadas de los activos y los pasivos de los fondos de inversión residentes en la zona del euro¹. Disponer de estadísticas de calidad sobre las actividades de este sector es fundamental para mejorar los análisis monetario, financiero y económico. En este artículo se exponen las principales características y conceptos de las nuevas estadísticas y se ofrece un panorama del sector de fondos de inversión de la zona del euro. En este contexto, también se presentan estadísticas complementarias sobre los fondos del mercado monetario de la zona. Se describe, asimismo, cómo el BCE puede utilizar las nuevas estadísticas, en conjunción con otras estadísticas relativas a la zona del euro, para analizar los desplazamientos de cartera, las contribuciones de los distintos sectores a la evolución de M3, la financiación de la economía y el impacto de los cambios en la riqueza neta sobre el ahorro y el consumo.

I INTRODUCCIÓN

La disponibilidad de información fiable y puntual sobre el balance de los fondos de inversión es importante para los análisis monetario, financiero y económico realizados por el BCE. Junto con otras estadísticas monetarias y financieras de la zona del euro², las nuevas estadísticas de fondos de inversión (FI) pueden ofrecer indicaciones relativas a los cambios en la confianza y en el apetito por el riesgo de los inversores, y ayudar a detectar y a cuantificar las reasignaciones de cartera entre los activos monetarios y otros tipos de activos a más largo plazo de una manera oportuna. Las nuevas estadísticas de fondos de inversión se utilizarán también para apoyar el análisis de la estabilidad financiera llevado a cabo por el BCE. En materia de supervisión de la estabilidad financiera, la actividad de estos fondos es fundamental para identificar el comportamiento inversor y sus implicaciones para la evolución del sector financiero. No obstante, este artículo se centra solamente en la utilización analítica de estos datos con fines de política monetaria.

El BCE ha venido publicando estadísticas trimestrales del balance de los fondos de inversión de la zona del euro desde 2003. Hasta 2009, estas estadísticas no estaban plenamente armonizadas ni estaban completas. A finales de 2009, se publicaron nuevas estadísticas armonizadas de fondos de inversión de la zona del euro, que proporcionan una imagen comparable y completa de este sector, así como información detallada sobre los activos mantenidos y los pasivos contraídos por los fondos de inversión³. Las exigencias de infor-

mación estadística se recogen en el Reglamento BCE/2007/8 (en adelante, el «Reglamento»)⁴, dirigido a los fondos de inversión residentes en la zona del euro.

En este artículo se presentan las nuevas estadísticas y se explica cómo se utilizan para mejorar los análisis monetario, financiero y económico. En la sección 2 se definen los fondos de inversión y su papel en la intermediación financiera. También se ofrece una panorámica general del sector de fondos de inversión en la zona del euro e información sobre las características nacionales específicas de los países con los sectores de fondos de inversión más grandes. En la sección 3 se facilita una descripción de las estadísticas de fondos de inversión publicadas por el BCE y también se incluye información de los datos trimestrales publicados sobre los fondos del mercado monetario de la zona del euro (FMM) (véase recuadro). En la sección 4 se explica cómo se utilizan las estadísticas para llevar a cabo los análisis de carácter regular.

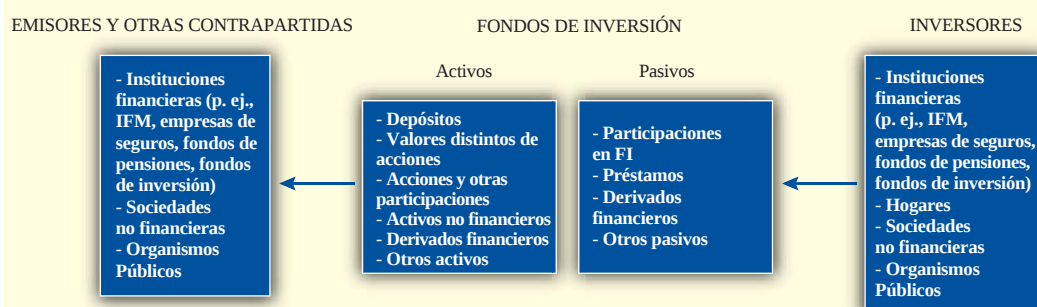
1 Estas nuevas estadísticas no incluyen los activos y los pasivos de los fondos del mercado monetario, que, por el contrario, se encuentran recogidos en las estadísticas del sector IFM.

2 En particular, las estadísticas del balance de las IFM y de las cuentas de la zona del euro en las partes 2 y 3 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual.

3 Las principales mejoras de las nuevas estadísticas se presentaron en el recuadro 2 del Boletín Mensual de enero de 2010.

4 Reglamento (CE) n° 958/2007 del Banco Central Europeo, de 27 de julio, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión (BCE/2007/8).

Gráfico 1 Papel de los fondos de inversión en la intermediación financiera



Fuente: BCE.

2 EL SECTOR DE FONDOS DE INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO

ACTIVIDADES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Los fondos de inversión son vehículos de inversión financiera que captan capital de inversores privados e institucionales emitiendo participaciones y que invierten los fondos obtenidos en activos financieros y no financieros. Como intermediarios financieros, los fondos de inversión desempeñan dos funciones principales. En primer lugar, ofrecen a los inversores la oportunidad de invertir en un conjunto diversificado de activos mediante una única compra de participaciones emitidas por un fondo de inversión. En segundo lugar, constituyen una fuente de financiación para otros sectores, como el de instituciones financieras monetarias (IFM), sociedades no financieras u organismos públicos. Esta inversión se lleva a cabo, fundamentalmente, mediante compras de valores de renta fija o de renta variable emitidos por estos sectores. Asimismo, los fondos de inversión pueden invertir en activos distintos de valores, como depósitos banca-

rios, valores inmobiliarios, materias primas o derivados financieros. En el gráfico 1 queda ilustrado el papel de los fondos de inversión en la intermediación financiera.

LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL SECTOR FINANCIERO DE LA ZONA DEL EURO

En la zona del euro, los fondos de inversión representan en torno al 10% del sector financiero, en términos de activos totales, y se incluyen, junto con otros intermediarios, en un subsector denominado «otros intermediarios financieros» (OIF) (véase cuadro 1). El subsector financiero más grande es el sector IFM, que representa cerca de dos tercios de los activos totales. Este sector incluye, principalmente, entidades de crédito y, también, fondos del mercado monetario. Al sector OIF le corresponde cerca de un cuarto de los activos totales e incluye, junto con los fondos de inversión, entidades tales como fondos de titulización y sociedades de valores. Las empresas de seguros y los fondos de pensiones (ESFP) suponen el 12% de los activos totales del sector financiero.

Cuadro 1 Comparación de los intermediarios financieros de la zona del euro

(datos del IV 2009)

	Total	IFM		ESFP ¹⁾	OIF	
		Total	De las cuales, FMM		Total ¹⁾	De los cuales, FI
Activos totales (mm de euros)	52.784	33.535	1.233	6.421	12.828	5.371
En porcentaje del total	100	64	2	12	24	10

Fuente: BCE.

1) Activos financieros totales.

El sector FI de la zona del euro ha crecido significativamente en la última década. Como se muestra en el gráfico 2, el saldo vivo de las participaciones en fondos de inversión se situaba a finales de 1998 ligeramente por encima de los 2 billones de euros. Alcanzó un máximo de casi 6 billones de euros en 2007 antes de que se iniciara la crisis financiera. El valor de las participaciones en fondos de inversión cayó aproximadamente a 4 billones de euros a comienzos de 2009, antes de recuperarse y situarse en el nivel actual, que supera los 5 billones de euros. Esta evolución refleja tanto las ventas netas de participaciones por parte de los fondos a sus inversores como los efectos de valoración, ya que, en particular, los cambios de valoración en el mercado bursátil tienen una influencia significativa sobre el valor de las participaciones en los fondos de inversión. En el gráfico 2 también se observa cómo habría evolucionado el saldo vivo de las participaciones en fondos de inversión emitidas desde el primer trimestre de 2001, si el efecto de las revalorizaciones de precios sobre el saldo vivo no se tuviera en cuenta. Como ejemplo, las ventas netas fueron positivas entre el primer trimestre de

2001 y el primer trimestre de 2003, mientras que el saldo vivo de las participaciones en fondos de inversión se redujo realmente, debido a la caída del precio de los activos en ese período.

La piedra angular del marco regulatorio de la UE relativo a los fondos de inversión es la Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (Directiva OICVM)⁵. Esta Directiva, adoptada inicialmente en 1985 y modificada posteriormente, provocó un fuerte crecimiento del sector FI en Europa. Los fondos de inversión que se ajustan a la Directiva OICVM pueden comercializarse en todos los Estados miembros de la UE si están autorizados por un único Estado miembro. Este hecho ha permitido que las empresas establezcan fondos de inversión en la jurisdicción que consideran más adecuada, independientemente de la residencia de la base inversora o del objetivo del fondo.

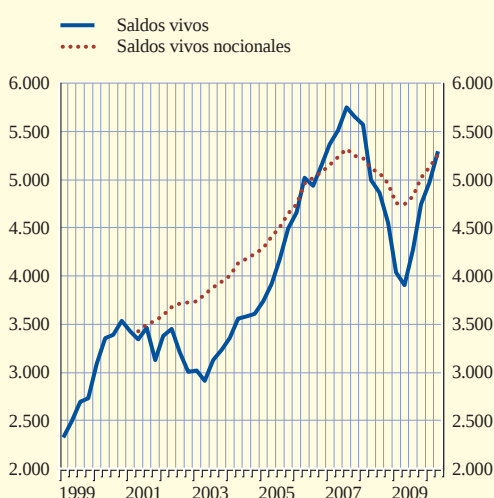
EL SECTOR DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Los países con los sectores FI más grandes de la zona del euro⁶, en términos de activos totales, son Luxemburgo, Alemania y Francia, que representaban conjuntamente el 70% del total de la zona a finales del primer trimestre de 2010 (véase gráfico 3). A ellos les siguen Irlanda y los Países Bajos, con lo que los cinco países más grandes alcanzan el 87% del total de la zona del euro. En los párrafos siguientes se presentan las características específicas de los sectores FI en estos países.

Un motivo fundamental del tamaño del sector FI en Luxemburgo ha sido la pronta transposición de la Directiva OICVM a la legislación nacional. Luxemburgo fue el primer Estado miembro de la UE en aplicar la primera Directiva OICVM en 1988. Debido a su infraestructura para establecer y administrar fondos, así como a las favorables

Gráfico 2 Participaciones emitidas por los fondos de inversión de la zona del euro

(mm de euros)



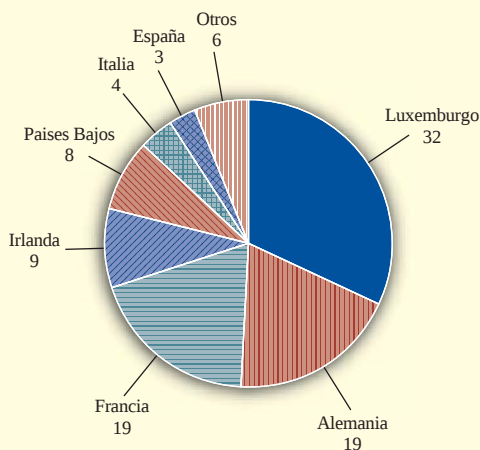
Fuente: BCE.

Notas: Los saldos vivos notacionales se obtienen utilizando el saldo vivo del cuarto trimestre de 2000 y añadiendo las operaciones financieras trimestrales posteriores acumuladas (disponibles desde el primer trimestre de 2001).

- 5 Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (versión refundida).
- 6 El sector FI comprende los fondos de inversión residentes en un determinado país. El gestor de estos fondos puede ser residente o no en este país.

Gráfico 3 Activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro, detalle por países

(en porcentaje, I 2010)



Fuente: BCE.

condiciones fiscales y regulatorias, muchas empresas han encontrado en Luxemburgo una jurisdicción adecuada para establecer sus fondos de inversión. Por consiguiente, el sector FI del país ha crecido hasta llegar a ser el más grande de la zona del euro, y el segundo, después de Estados Unidos, a escala internacional⁷.

El sector FI alemán está dominado por fondos destinados a inversores institucionales («Spezialfonds»), que representaban aproximadamente el 70% de los fondos de inversión residentes en Alemania a finales del primer trimestre de 2010, en términos de activos totales⁸. Al mismo tiempo, el número relativamente reducido de fondos inversión residentes en Alemania destinados al público en general es consecuencia del éxito del sector de fondos minoristas en Luxemburgo. A finales de 2008, el saldo vivo de participaciones en fondos de inversión emitidas en el extranjero, pero vendidas en Alemania, era más elevado que el saldo vivo de las participaciones en fondos de inversión emitidas por fondos OICVM residentes en Alemania⁹. Efectivamente, algunos de los mayores proveedores de fondos de inversión alemanes operaban utilizando predominantemente los denominados «fondos de ida y vuelta» (*round trip funds*), radicados en Luxemburgo¹⁰. Los «fondos de ida y vuelta» son

fondos de inversión domiciliados en el extranjero, pero que se venden a inversores nacionales.

El sector FI en Francia es comparable con el de Alemania en cuanto a tamaño. La gran mayoría de los fondos de inversión van dirigidos fundamentalmente a inversores nacionales, mientras que la utilización de los «fondos de ida y vuelta» por los proveedores de fondos de inversión franceses es relativamente reducida¹¹.

Al igual que Luxemburgo, Irlanda también se ha convertido en un centro internacional para los fondos de inversión. Un elemento que contribuyó a este hecho fue la fundación del International Financial Services Centre (IFSC) en 1987, con el fin de apoyar a la economía local aumentando la actividad en el sector financiero. Además, la Directiva OICVM se traspuso a la legislación nacional en 1989, lo que facilitó también la creación de «fondos de ida y vuelta» y de otros fondos transfronterizos¹².

El tamaño del sector FI en los Países Bajos creció notablemente en 2009, cuando importantes fondos de pensiones vendieron sus tenencias de valores de renta fija y de renta variable y compraron, en su lugar, participaciones en fondos de inversión. Estas transferencias de activos duplicaron aproximadamente el tamaño del sector FI en este país¹³.

3 CARACTERÍSTICAS DE LAS NUEVAS ESTADÍSTICAS DE FONDOS DE INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO

En esta sección se presentan las estadísticas armonizadas de fondos de inversión de la zona del euro que el BCE publicó por primera vez en diciembre

7 Véase «EFAMA Fact Book - Trends in the European investment funds», séptima edición.

8 Véase «Kapitalmarktstatistik», Deutsche Bundesbank, mayo de 2010.

9 Véase nota 7 a pie de página.

10 Véase «BVI-Investmentstatistik», Bundesverband Investment und Asset Management e.V., 28 de febrero de 2010.

11 Véase nota 7 a pie de página.

12 «The investment fund industry in Ireland - A statistical overview», Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, enero de 2010.

13 Véase la información estadística publicada por el De Nederlandsche Bank, «Continued rise of Dutch investment fund assets» (<http://www.dnb.nl/en/news-and-publications/news-and-archive/statistische-nieuwsberichten/dnb224751.jsp>), el 17 de noviembre de 2009.

de 2009. Estas estadísticas sustituyen a las estadísticas de fondos de inversión de la zona del euro no armonizadas que publicaba anteriormente el BCE con carácter trimestral.

FONDOS DE INVERSIÓN INFORMANTES

Las nuevas estadísticas de fondos de inversión incluyen todos los fondos de inversión residentes en la zona del euro que cumplen la definición estadística recogida en el Reglamento. Todos estos fondos están registrados en el BCE, que los recoge en una lista que también se publica¹⁴. A finales del primer trimestre de 2010, había más de 47.000 fondos de inversión domiciliados en la zona del euro. De conformidad con los estándares estadísticos europeos¹⁵, las estadísticas no incluyen los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector IFM (véase recuadro), ni los fondos de pensiones, que forman parte del sector de las empresas de seguros y fondos de pensiones¹⁶. Tanto los fondos de inversión regulados por la Directiva OICVM, como los fondos distintos de OICVM (es decir, todos los fondos no armonizados, independientemente de que estén sujetos o no a la normativa nacional) están incluidos. El criterio para la inclusión de los fondos en las estadísticas hace referencia al lugar donde está radicado el propio fondo y no el del gestor. De ello se desprende que, si bien las estadísticas abarcan los fondos de inversión residentes en la zona del euro gestionados fuera de ella, no incluyen los fondos de inversión domiciliados fuera de la zona, aunque los administren sociedades gestoras radicadas en la zona.

SUBCATEGORÍAS DE FONDOS DE INVERSIÓN

Se dispone de agregados de la zona del euro para el total de fondos de inversión y para seis subcategorías clasificadas por política de inversión: fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios, fondos de inversión libre (*hedge funds*) y otros fondos. Cada subcategoría se divide a su vez en fondos de capital variable y fondos de capital fijo. En términos generales, las participaciones en los fondos de inversión de capital variable pueden reembolarse utilizando los activos del fondo. Los fondos de capital fijo tienen un número fijo de participa-

ciones. En la zona del euro, esta última categoría está compuesta, principalmente, por fondos inmobiliarios.

La clasificación por política de inversión se efectúa, en principio, a partir del tipo de activo en el que el fondo invierte preferentemente, entendiéndose «preferentemente» como «más del 50%». Por ejemplo, si un fondo de inversión invierte preferentemente en acciones y otras participaciones, debe clasificarse en la categoría «fondos de renta variable». Los fondos de fondos, es decir, los fondos de inversión que invierten en participaciones emitidas por otros fondos, se clasifican en la categoría de los fondos en los que invierten preferentemente. La clasificación se basa en disposiciones de la legislación nacional, en caso de que existan, o alternatively en lo que se ha declarado en los folletos de los fondos de inversión.

A falta de una definición generalmente aceptada de fondos de inversión libre (*hedge funds*), se ha desarrollado una definición con fines estadísticos. Según esta definición, los *hedge funds* abarcan, en particular, fondos con estrategias de inversión sin apenas restricciones, que incluyen el empleo del apalancamiento y la toma de posiciones cortas, así como algunas limitaciones sobre los tipos de activos financieros en los que pueden invertir.

CATEGORÍAS DE ACTIVOS Y PASIVOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Las estadísticas contienen varias categorías de activos mantenidos y de pasivos contraídos por los fondos de inversión. Los pasivos de los fondos de inversión están constituidos, principalmente, por las participaciones que emiten (véase gráfico 4). Estas participaciones reflejan los activos netos de los fondos de inversión y representan el valor de las tenencias de los inversores (que también se denomina valor neto de los activos o valor liquidativo).

14 <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/funds/html/index.en.html>.

15 Los estándares estadísticos europeos figuran en el «Sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad» (SEC 95).

16 Se están desarrollando nuevas estadísticas sobre activos y pasivos de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones de la zona del euro, y se prevé que se publicarán en 2011 (véase el recuadro 15 de la publicación del BCE titulada *Financial Stability Review*, junio de 2010).

Además, se ha hecho pública la residencia de los inversores en los fondos de inversión (zona del euro/fuera de la zona).

La cartera de los fondos de inversión se clasifica en seis categorías (véase gráfico 5), y dependiendo de las condiciones del mercado, el porcentaje de cada categoría en los activos totales puede variar considerablemente. Los activos de los fondos de inversión también incluyen participaciones emitidas por otros fondos. Esta es la principal clase de activos de los fondos de fondos.

Para algunas de las categorías de los activos, las estadísticas muestran detalles por clasificación geográfica y sector económico del emisor de los activos, lo que permite, por ejemplo, identificar en qué medida los fondos de inversión de la zona del euro están invirtiendo en deuda emitida por las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y las instituciones financieras de la zona del euro y por el resto del mundo (véase sección 4). En el caso de los valores representativos de deuda mantenidos por los fondos de inversión, también se dispone de otra clasificación por plazo a la emi-

sión, así como una indicación de la moneda en la que están denominados los emitidos por IFM.

Una característica importante de las nuevas estadísticas es la presentación por los fondos de inversión de información de la cartera de valores en base valor-a-valor. Esto significa que los fondos presentan una lista con cada uno de los valores mantenidos, junto con sus códigos de identificación públicos (p.ej., códigos ISIN) y el importe correspondiente, lo que contrasta con la más tradicional «presentación agregada» de datos, que exigía que el informante agregara sus tenencias por tipo de instrumento (p. ej., valores de renta fija, de renta variable), vencimiento, moneda, ubicación geográfica y sector del emisor. En el caso de la presentación de información de la cartera de valores valor-a-valor, los bancos centrales nacionales, al contrario que los informantes, compilan los agregados estadísticos necesarios haciendo corresponder los valores individuales con la información disponible en una base común de datos de referencia de valores. Este tipo de presentación es efectivo en términos de costes para los fondos de inversión, ya que, en general, disponen fácilmente

Gráfico 4 Pasivos de los fondos de inversión de la zona del euro

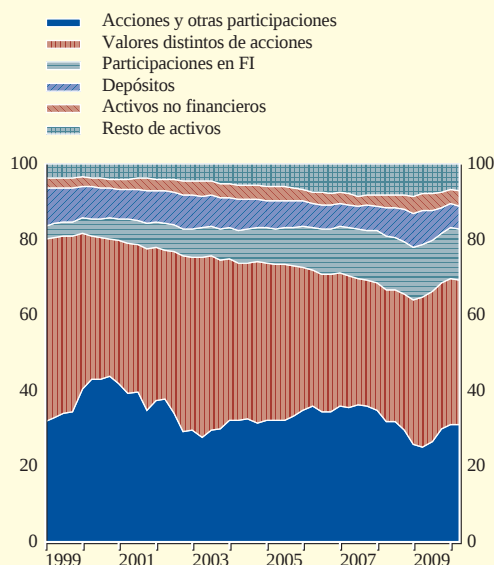
(en porcentaje, I 2010)



Fuente: BCE.

Gráfico 5 Activos de los fondos de inversión de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

te de información sobre la cartera de valores en base valor-a-valor. Además, ofrece más flexibilidad a los compiladores, dado que pueden producir nuevas estadísticas agregadas cuando se planteen necesidades adicionales para fines analíticos sin tener que solicitar nueva información a los fondos de inversión¹⁷.

SALDOS VIVOS Y OPERACIONES FINANCIERAS

Los datos abarcan variables fundamentales de frecuencia mensual, aunque hay información más detallada con carácter trimestral. Los datos trimestrales contienen, además de los saldos vivos (es decir, el valor a fin de período), operaciones financieras para cada variable. Las operaciones financieras hacen referencia a las adquisiciones netas de un tipo dado de activos durante el período o a la contracción neta de un pasivo. Los datos mensuales se componen, principalmente, de saldos vivos; actualmente solo se dispone de datos sobre operaciones financieras mensuales para las participaciones emitidas por los fondos de inversión, que proporcionan una aproximación de las ventas netas de participaciones a inversores por parte de los fondos durante un período de referencia dado.

En el cuadro 2 se resumen los agregados de la zona del euro que se publican.

PUNTUALIDAD Y SERIES HISTÓRICAS

Las estadísticas se publican aproximadamente un mes y medio después de que finalice el período de referencia. Las nuevas series temporales armonizadas se remontan al período de referencia de diciembre de 2008. El BCE ha estimado series temporales históricas más largas a partir de datos no armonizados publicados anteriormente. Estas estimaciones también se utilizan en este artículo y no son plenamente comparables con los datos a partir de diciembre de 2008.

ESTADÍSTICAS COMPLEMENTARIAS SOBRE FONDOS DEL MERCADO MONETARIO

Para ofrecer una imagen global del sector de los fondos de inversión en la zona del euro, el BCE también publica estadísticas del sector de fondos del mercado monetario, cuyo contexto se explica en el recuadro.

- 17 Los detalles relativos a la base de datos de referencia de valores y a la información de cada uno de ellos están disponibles en el folleto titulado «The 'Centralised Securities Database' in brief», y en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/centralisedsecuritiesdatabase201002en.pdf>.

Cuadro 2 Resumen de agregados de la zona del euro que se publican para las estadísticas de fondos de inversión

		Detalle adicional			
	Total	Ubicación geográfica de la contrapartida ¹⁾	Sector de la contrapartida ²⁾	Vencimiento ³⁾	Moneda ⁴⁾
Activos					
Depósitos y préstamos	T y M	T	T		
Valores distintos de acciones	T y M	T y M	T y M	T y M	T y M
Acciones y otras participaciones	T y M	T	T		
De las que: acciones cotizadas	T	T	T		
De las que: participaciones en FI y en FMM	T y M	T y M	T y M		
Activos no financieros	T y M	T			
Resto de activos	T y M				
Pasivos					
Participaciones en FI	M*	T y M			
Préstamos y depósitos	T y M				
Resto de pasivos	T y M				

Fuente: BCE.

Notas: T: saldos vivos y operaciones financieras trimestrales; M: saldos vivos mensuales; * incluidas operaciones financieras.

1) Residentes en la zona del euro; Resto del mundo (en el caso de los valores, se efectúa una desagregación adicional entre emisores residentes en Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, en Estados Unidos y en Japón).

2) Para las contrapartidas de Residentes en la zona del euro: IFM, Administraciones Públicas, Otros intermediarios financieros, Empresas de seguros y fondos de pensiones, Sociedades no financieras y Hogares.

3) Hasta un año, de uno a dos años, más de dos años.

4) Euro; total monedas extranjeras.

ESTADÍSTICAS ARMONIZADAS DEL BCE DE FONDOS DEL MERCADO MONETARIO

Los fondos del mercado monetario (FMM) son organismos de inversión colectiva que invierten fundamentalmente en valores distintos de acciones a corto plazo transferibles o en depósitos bancarios. Estos fondos contraen pasivos mediante la emisión de participaciones. Para los inversores, las participaciones en fondos del mercado monetario son sustitutos próximos de los depósitos bancarios debido a su liquidez. Por lo tanto, para fines de política monetaria, los fondos del mercado monetario se incluyen en el sector emisor de dinero y, en las estadísticas del BCE, se clasifican en el sector IFM junto con las entidades de crédito. Por consiguiente, el BCE siempre ha publicado estadísticas mensuales sobre las participaciones emitidas por estos fondos para contribuir al balance consolidado del sector IFM. Para complementarlas, desde diciembre de 2009 se han publicado por separado nuevas estadísticas trimestrales sobre los activos y pasivos de los fondos del mercado monetario de la zona del euro que se inician, como referencia, en el primer trimestre de 2006. No obstante, no se han modificado las obligaciones de información de estos fondos.

Principales características de las estadísticas de fondos del mercado monetario

Las estadísticas de fondos del mercado monetario proporcionan: (i) plena cobertura de toda la zona del euro; (ii) detalle de activos y pasivos acorde con las estadísticas de IFM y de fondos de inversión, y (iii) información clave de carácter mensual e información trimestral más detallada. Las estadísticas de fondos del mercado monetario se publican en la nota de prensa mensual del BCE sobre estadísticas de fondos de inversión, que ofrecen una imagen general de este sector en la zona del euro.

Están disponibles estadísticas de saldos y operaciones financieras de los fondos del mercado monetario. Las estadísticas de estos fondos incluyen detalles geográficos (residentes en la zona del euro/resto del mundo) y sector de las contrapartidas, plazo a la emisión y moneda de denominación de los activos. En el caso de los tenedores de participaciones en estos fondos, se efectúa una distinción entre residentes en la zona del euro y resto del mundo.

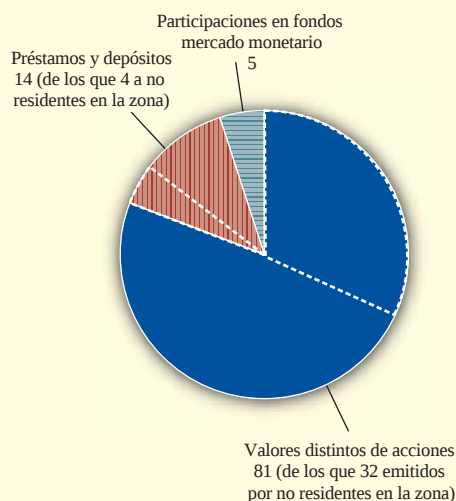
Algunas características del sector de fondos del mercado monetario de la zona del euro

A finales del primer trimestre de 2010, los aproximadamente 1.500 fondos del mercado monetario residentes en la zona del euro mantenían activos por un importe cercano a los 1,2 billones de euros, frente a los 5,8 billones de euros de otros fondos de inversión de la zona. Los países con los sectores FMM más grandes de la zona del euro, en términos de activos totales, son Francia, Luxemburgo e Irlanda, que representan conjuntamente el 92% del total.

Como se muestra en el gráfico A, más de tres cuartas partes de la cartera de los fondos del mercado monetario está compuesta por valores distintos de acciones. Estos fondos están comprando también participaciones de otros fondos del mercado monetario de la zona del euro y colocando depósitos en entidades de crédito. El sector IFM de la zona del euro es la principal contrapartida de este tipo de fondos, con un 47% de los activos totales (véase gráfico B); al mismo tiempo, los fondos del mercado monetario poseen una cartera considerable de activos exteriores, que corresponde al 35% de los activos totales y que son principalmente valores distintos acciones, denominados en dólares estadounidenses y libras esterlinas, emitidos por bancos no radicados en la zona del euro. El elevado por-

Gráfico A Activos de los FMM, por instrumento

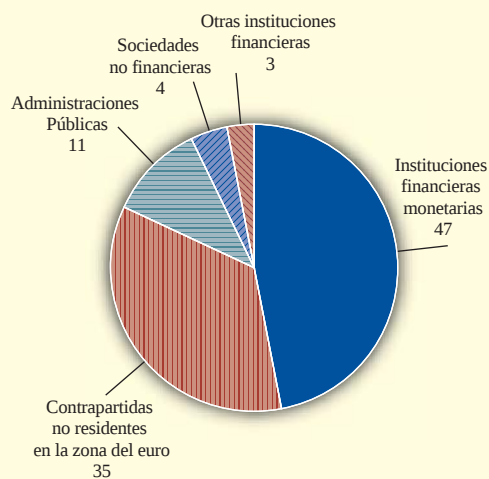
(en porcentaje, I 2010)



Fuente: BCE.

Gráfico B Activos de los FMM, por contrapartida

(en porcentaje, I 2010)



Fuente: BCE.

centaje de activos exteriores se corresponde con niveles similares de pasivos exteriores, principalmente participaciones vendidas a inversores no residentes en la zona del euro; esto es más evidente en los fondos del mercado monetario residentes en Irlanda y Luxemburgo, que se dirigen principalmente a no residentes en la zona. Finalmente, las exposiciones a otros sectores de la zona del euro son más limitadas y suponen un total cercano al 18% de todos los activos en poder de los fondos del mercado monetario.

4 EL EMPLEO DE LAS ESTADÍSTICAS DE FONDOS DE INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO CON FINES DE POLÍTICA MONETARIA

El mayor detalle y la mejora de la puntualidad aumentan considerablemente las oportunidades de aplicar las estadísticas armonizadas de fondos de inversión de la zona del euro en los análisis monetario, financiero y económico que lleva a cabo regularmente el BCE como parte del proceso de toma de decisiones en materia de política monetaria. A este respecto, es importante observar que estas mayores posibilidades no solo se refieren a las propias estadísticas de fondos de inversión, sino también a la manera, mutuamente beneficiosa, en que estas estadísticas pueden vincularse a otras estadísticas que se utilizan regularmente en el análisis. En esta sección se presentan algunos ejemplos del tipo de cuestiones y de preguntas que pue-

den plantearse con las nuevas estadísticas en los distintos tipos de análisis.

ANÁLISIS MONETARIO: CAMBIOS EN EL COMPORTAMIENTO DEL SECTOR TENEDOR DE DINERO EN RELACIÓN CON LA INVERSIÓN DE LAS CARTERAS

Uno de los principales retos del análisis monetario que efectúa el BCE es examinar en tiempo real el ritmo subyacente de la expansión monetaria, que proporciona señales relevantes sobre los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. En este contexto, la identificación de una mayor preferencia por la liquidez en la demanda de dinero y la posible exclusión de tales influencias del crecimiento general de M3 son aspectos de gran importancia. La identificación y cuantificación de los desplazamientos de cartera desde los activos no monetarios —incluidos los mantenidos en los fondos de inversión— hacia M3, y la cons-

Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria

trucción de una medida de M3 corregida por estos desplazamientos, constituye un buen ejemplo.

Anteriormente, el análisis y la cuantificación en tiempo real de estos desplazamientos dependían únicamente de las estadísticas del balance de las IFM y de las estadísticas de balanza de pagos¹⁸. Los datos mensuales del balance de las IFM se publican 19 días laborables después de que termine el mes de referencia, mientras que los datos de balanza de pagos se publican en torno a 35 días laborables después. En cambio, los datos anuales de las cuentas financieras, que son más detallados, y, más recientemente, los datos trimestrales de las cuentas sectoriales de la zona del euro, se hacen públicos con gran retraso y, por lo tanto, se utilizan principalmente para llevar a cabo verificaciones de carácter retrospectivo de las estimaciones efectuadas en tiempo real¹⁹. El hecho de que las nuevas estadísticas de fondos de inversión estén disponibles muy poco después de las estadísticas de IFM mejorará significativamente el análisis en tiempo real de los desplazamientos de cartera.

El marco general de la mejora en el análisis se presenta en los gráficos 6 y 7. En general, los desplazamientos de cartera entre activos monetarios y otras clases de activos se explican por las diferencias en los rendimientos ofrecidos por los distintos tipos de activos y por las variaciones en la aversión al riesgo de los inversores.

En la zona del euro, los flujos de entrada a M3 fueron intensos en el período comprendido entre principios de 2001 y mediados de 2003 (véase gráfico 6). Estos flujos se produjeron en un entorno en el que la confianza de los consumidores se había deteriorado notablemente a raíz de la aparición de un grado sustancial de incertidumbre económica y financiera. El fuerte impacto de este deterioro en los desplazamientos de cartera hacia los activos que componen M3 puede observarse, entre otros factores, en el hecho de que estos desplazamientos tuvieron lugar cuando la curva de rendimientos era más pronunciada, lo que debería haber aumentado, en principio, la relativa atracción por los activos a largo plazo fuera de M3. Las operaciones financieras con participaciones en fondos

de inversión emitidas por los fondos de la zona del euro disminuyeron considerablemente en este período, aunque siguieron siendo positivas.

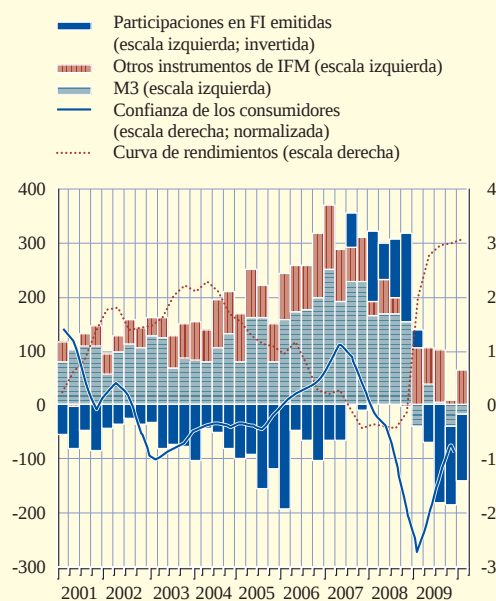
También se produjeron significativas reasignaciones de cartera entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009. En este período, las operaciones financieras con participaciones en fondos de inversión no solo se redujeron, sino que pasaron a ser negativas, lo que implica la existencia de retiradas netas por parte de los inversores. Los flujos de salida reflejaron la combinación de una curva de rendimientos plana con un acusado deterioro de las perspectivas de crecimiento a es-

18 Véanse el recuadro titulado «Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero», en el Boletín Mensual de mayo de 2003, y el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre de 2004.

19 Véase el artículo titulado «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre de 2007.

Gráfico 6 M3, otros instrumentos de las IFM y participaciones en FI emitidas por fondos de inversión de la zona del euro

(operaciones financieras trimestrales en mm de euros; desestacionalizadas; en porcentaje anual; saldos netos)



Fuente: BCE.

Notas: La curva de rendimientos se calcula como la diferencia entre el rendimiento nominal de los bonos a largo plazo y los tipos de interés de mercado a corto plazo. Las participaciones de los FI se presentan en escala invertida, para visualizar mejor los cambios en la asignación entre algunas clases de instrumentos financieros.

cala mundial, revisiones a la baja de las expectativas de beneficios de las empresas y una mayor preocupación sobre la sostenibilidad del sistema financiero internacional. Todos estos factores afectaron considerablemente a la confianza y a la aversión al riesgo de los inversores, e influyeron también en el rendimiento relativo de los activos. Parece que los inversores de la zona del euro han colocado los ingresos derivados de la venta de participaciones en fondos de inversión en activos monetarios y en deuda pública durante este período. Los activos monetarios se beneficiaron especialmente de la forma invertida de la curva de rendimientos, así como de las medidas adoptadas por los Gobiernos para restablecer la confianza en las entidades de crédito (p. ej., la ampliación de los sistemas de garantía de depósitos).

Sin embargo, la evolución observada desde el segundo trimestre de 2009 sugiere una importante recuperación de la emisión neta de participaciones en fondos de inversión y un reequilibrio gradual de las carteras de inversión financiera por parte de los inversores, lo que se correspondió con la mejora del clima en los mercados financieros hasta comienzos de 2010 y con la marcada pendiente de la curva de rendimientos observada en 2009. Ambos factores favorecieron la venta de los activos monetarios y la vuelta a activos a largo plazo de más riesgo.

Los datos de emisión de las participaciones en fondos de inversión clasificados por política de inversión también recogen información valiosa para el análisis de los cambios en el comportamiento de los sectores tenedores de dinero en relación con la inversión de las carteras. Efectivamente, los distintos tipos de fondos tienen perfiles de riesgo diferentes y ofrecen diversas rentabilidades sobre la inversión. Es, por lo tanto, interesante analizar si se produjeron más desplazamientos de cartera, por ejemplo, desde fondos de renta variable que desde fondos de renta fija hacia otra clase de activos o si todos los tipos de fondos de inversión se vieron afectados del mismo modo. Además, los desplazamientos de cartera no tienen que limitarse necesariamente a la reasignación de los activos entre fondos de inversión y otras clases de activos,

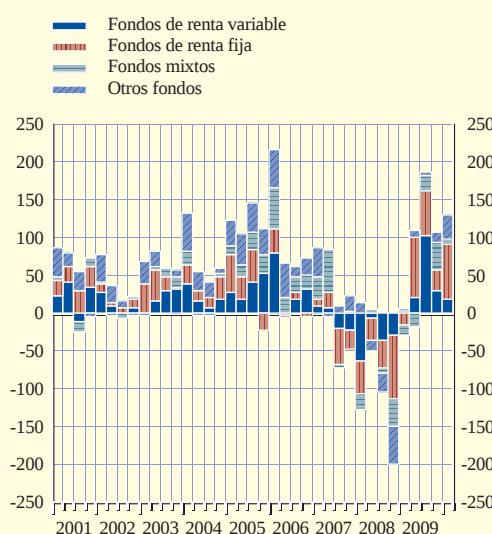
sino que también pueden tener lugar entre distintos tipos de fondos de inversión debido a cambios en el rendimiento relativo.

El gráfico 7 muestra las retiradas netas que se produjeron en todos los tipos de fondos de inversión durante el período comprendido entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009. Sin embargo, en términos tanto absolutos como relativos, los flujos de salida fueron más pronunciados en el caso de los fondos de renta fija que, en este período, se cifraron en 281 mm de euros, o el 15% de su saldo vivo en el segundo trimestre de 2007. Las retiradas netas de los fondos de renta variable fueron muy inferiores, y ascendieron a 176 mm de euros o el 10% de su saldo vivo.

Los flujos de salida especialmente intensos de los fondos de renta fija pudieron deberse a dos factores. En primer lugar, los fondos de renta fija y los activos monetarios son instrumentos financieros remunerados que, en momentos de normalidad, son sustitutos próximos debido a su «seguridad». Dado que la pendiente de la curva de rendimientos

Gráfico 7 Participaciones en FI emitidas por los fondos de inversión de la zona del euro

(operaciones financieras trimestrales en mm de euros; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

Nota: «Otros fondos» incluye todos los fondos distintos de fondos de renta variable, de renta fija y fondos mixtos.

fue muy plana durante el período, es posible que los inversores prefirieran pasar de vencimientos a largo a vencimientos a corto y, por ello, traspasaran sus inversiones de fondos de renta fija a activos monetarios. En segundo lugar, los inversores podrían haber querido reducir también el peso de los fondos de renta fija en sus carteras de inversión, debido a las tensiones observadas en los mercados de bonos de titulización y a la elevada incertidumbre sobre la medida en que los distintos fondos poseían este tipo de instrumentos.

Las nuevas estadísticas de fondos de inversión también pueden mejorar el análisis monetario que se efectúa regularmente gracias a la información adicional sobre las contribuciones a M3 por sectores. La información relativa al lado del activo de las estadísticas de fondos de inversión y al lado del pasivo de las estadísticas de IFM muestra que los fondos de inversión representaban aproximadamente un 30% del total de tenencias de depósitos de M3 de los OIF y alrededor de un 5% del total de tenencias de M3 en el primer trimestre de 2010. Esto supone que las tenencias monetarias en los fondos de inversión influyen en el crecimiento de M3, especialmente si hay más volatilidad en las tenencias de depósitos de los fondos de inversión que en otras partes del sector OIF y, más en general, que en el sector tenedor de dinero. Dicha volatilidad puede derivarse, por ejemplo, de la utilización de activos monetarios por parte de los fondos de inversión como manera de acumular fondos o reservas de liquidez.

ANÁLISIS FINANCIERO: FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

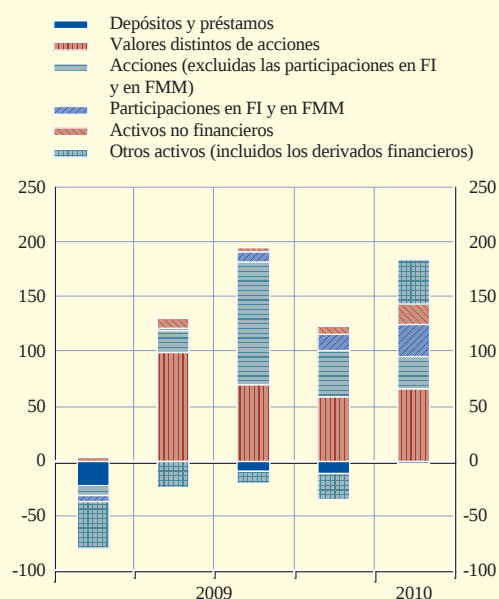
Una cuestión fundamental en el análisis financiero es la evaluación de la situación de los distintos sectores en lo que se refiere a la financiación en los mercados financieros. Los fondos de inversión son importantes inversores institucionales y, como tales, adquieren acciones y valores distintos de acciones emitidos por sociedades no financieras, instituciones financieras o Administraciones Públicas. Ello proporciona directamente financiación de mercado a los sectores en cuestión y también influye indirectamente en la cantidad de financiación bancaria. A través de sus compras netas de valores,

los fondos de inversión también influyen en los niveles de precios de las acciones y en el rendimiento de los bonos (directamente), así como en los tipos interés de los préstamos aplicados por las entidades de crédito (indirectamente). Junto con las estadísticas del balance de las IFM, de emisión de valores y los precios de mercado, las nuevas estadísticas de fondos de inversión proporcionan información puntual sobre los cambios en las condiciones generales de financiación de los distintos sectores institucionales de la zona del euro, por separado.

Los datos relativos al lado del activo muestran que, en 2009 y en el primer trimestre de 2010, los fondos de inversión de la zona del euro invirtieron principalmente en valores distintos de acciones y en acciones y otras participaciones (véase gráfico 8). También adquirieron otros activos a pequeña escala, mientras que, al mismo tiempo, reducían sus tenencias líquidas (principalmente, depósitos). Esta evolución constituye un reflejo exacto de la emisión y las compras de participaciones en fondos de inversión por tipo de política de inversión en el lado del pasivo del balance de los fondos de inversión,

Gráfico 8 Compras netas de activos por fondos de inversión de la zona del euro

(flujos trimestrales; mm de euros, sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

ya que los distintos fondos están obligados, en general, a invertir en sus respectivas clases de activos.

Las nuevas estadísticas incluyen, asimismo, desagregaciones bastante detalladas de las compras netas de valores distintos de acciones y de acciones y otras participaciones por parte de los fondos de inversión, por ubicación geográfica y por sectores²⁰. Esta información puede ser especialmente útil en los períodos de crisis económica o financiera. Por ejemplo, las compras y las ventas de bonos de titulización por parte de los fondos de inversión se harían evidentes en los cambios en las adquisiciones netas de valores distintos de acciones. En este sentido, los datos sugieren que, en 2009 y en el primer trimestre de 2010, los fondos de inversión de la zona del euro adquirieron, principalmente, valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro y por el resto del mundo (véase gráfico 9)²¹. En cambio, las compras de valores de renta fija emitidos por IFM y por sociedades no financieras residentes en la zona fueron bastante escasas durante este período.

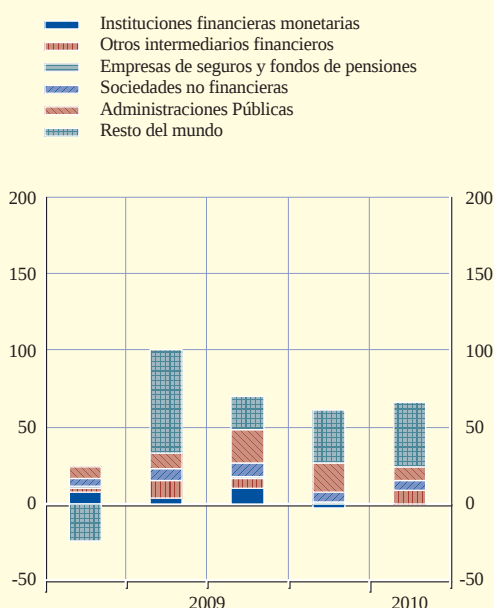
Parece que, en los últimos trimestres, los fondos de inversión de la zona del euro han incrementado sus tenencias de acciones y otras participaciones extranjeras sustancialmente más que sus tenencias de valores nacionales (véase gráfico 10), lo que podría reflejar diferencias en el rendimiento esperado de los activos entre el resto del mundo y la zona del euro, aunque en el contexto de las turbulencias financieras podría deberse también a un cambio en el sesgo nacional que podría haber estado actuando en los primeros estadios de la crisis.

20 Anteriormente solo se disponía parcialmente de información más detallada sobre las estadísticas del balance de las IFM y de la balanza de pagos. Las primeras recogían un detalle de las tenencias de las IFM y de las compras netas de acciones y valores distintos de acciones emitidos originalmente por las IFM, las Administraciones Públicas y el sector privado de la zona del euro, mientras que las segundas incluían una desagregación de las tenencias y de las compras netas de distintos instrumentos financieros por IFM, sectores privados distintos de IFM y Administraciones Públicas frente al resto del mundo.

21 La aparente venta de bonos directos y de tenencias de acciones y otras participaciones y la compra de participaciones en fondos de inversión por los fondos de pensiones holandeses también explican una parte significativa del aumento de las tenencias de valores extranjeros en poder de los fondos de inversión en el segundo y tercer trimestres de 2009.

Gráfico 9 Compras netas de valores distintos de acciones por fondos de inversión de la zona del euro, por sector emisor

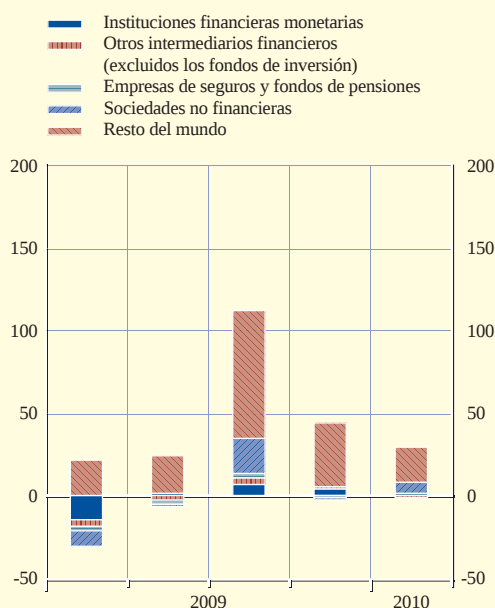
(flujos trimestrales; mm de euros, sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

Gráfico 10 Compras netas de acciones y otras participaciones por fondos de inversión de la zona del euro, por sector emisor

(flujos trimestrales; mm de euros, sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria

Basándose en el saldo vivo total de los valores distintos de acciones de las cuentas de la zona del euro, las nuevas estadísticas de fondos de inversión implican que estos mantenían, en el cuarto trimestre de 2009, aproximadamente un 10% y un 15% de los valores de renta fija emitidos por las IFM y por las sociedades no financieras de la zona, respectivamente, y en torno al 15% del total de acciones cotizadas emitidas por estos sectores (información basada en datos de las cuentas de la zona del euro y en las nuevas estadísticas de fondos de inversión). Del mismo modo, tenían en su poder en torno a un 10% del saldo vivo de deuda pública de la zona. Todo ello pone de manifiesto que los fondos de inversión desempeñan un papel relativamente importante, aunque no dominante, en la intermediación financiera con las entidades de crédito, las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas.

ANÁLISIS ECONÓMICO: EL IMPACTO DE LA RIQUEZA FINANCIERA EN EL GASTO

Las nuevas estadísticas de fondos de inversión también pueden utilizarse para reforzar el análisis económico, por ejemplo, para evaluar el impacto de los cambios en la riqueza neta sobre el ahorro y el consumo. En primer lugar, el saldo vivo total de las participaciones en fondos de inversión emitidas (en el pasivo del balance de los fondos) brinda información sobre el nivel de riqueza que los residentes y no residentes en la zona poseen en los fondos de inversión de la zona. En segundo lugar, las estadísticas sobre participaciones en fondos de inversión clasificadas por política de inversión y sobre tenencias de activos de los fondos por clase de activo, ofrecen información sobre las variaciones en el precio de los activos a las que pueden verse expuestos los inversores como consecuencia de sus inversiones en los fondos de inversión.

Este tipo de información es especialmente útil para evaluar los efectos que el tamaño y la estructura de las tenencias de riqueza pueden tener en la propensión a consumir y a invertir, y en el comportamiento ahorrador de los distintos sectores institucionales. A este respecto, los cambios en el valor de los activos mantenidos por los fondos de inversión se transmiten, a través de la valoración

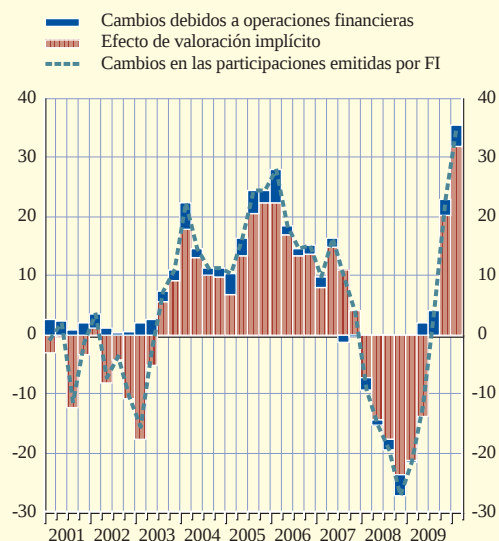
de las participaciones emitidas, a la riqueza neta de los hogares, las sociedades no financieras y los fondos de pensiones y, por último, a las decisiones de gasto y de ahorro.

Los efectos de valoración continuados pueden hacer que los tenedores de participaciones en fondos de inversión —en particular, los hogares— se sientan más ricos y, por lo tanto, reduzcan el ahorro e incrementen el gasto²². En el gráfico 11 se muestra que, en el caso de los fondos de inversión de la zona, los cambios en los saldos de las participaciones emitidas se han producido, en general, más a causa de variaciones de precios que por operaciones financieras. Este efecto fue especialmente intenso en el período comprendido entre el segundo trimestre de 2003 y el primer trimestre de 2008, debido a la favorable evolución del precio de los acciones tras el descenso del precio de los activos posterior a la explosión de la burbuja tecnológica. En este pe-

22 Según los datos de las estadísticas de las cuentas de la zona del euro y de las nuevas estadísticas de fondos de inversión, las tenencias de participaciones en fondos de inversión directos de los hogares representaban cerca del 40% del total de participaciones en fondos de inversión mantenidas por residentes en la zona del euro en el cuarto trimestre de 2009 (neto de las tenencias en poder de los fondos de inversión).

Gráfico 11 Cambios en el saldo vivo de participaciones emitidas por los fondos de inversión de la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

riodo, la rentabilidad de las participaciones en fondos de inversión superó por un margen sustancial el rendimiento ofrecido por instrumentos financieros alternativos como los activos monetarios.

En este momento, las estadísticas de fondos de inversión solo facilitan información de las contrapartidas en el lado del pasivo del balance de los fondos, en términos de residentes en la zona del euro y no residentes. El detalle adicional de los sectores residentes que contemplan las nuevas estadísticas ayudará a entender cómo las perturbaciones sobre el precio de los activos modifican el valor de las tenencias de activos de los fondos y de las participaciones en los fondos de inversión y, por lo tanto, la riqueza de los distintos sectores nacionales.

5 CONCLUSIONES

El BCE ha publicado estadísticas armonizadas de los activos y pasivos de los fondos de inversión residentes en la zona del euro desde diciembre de 2009. Estos datos mejoran significativamente el marco estadístico de la zona del euro en lo que se refiere a los intermediarios financieros distintos de IFM y constituyen un complemento importante de las estadísticas de IFM. Facilitan también un análisis más detallado de las variaciones en el comportamiento inversor del sector tenedor de dinero, de la situación de la economía en relación con la financiación y del posible impacto sobre el consumo a través de las variaciones de la riqueza financiera de los agentes económicos.