

LA EVOLUCIÓN DE LOS «OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS» Y SU IMPACTO  
SOBRE LOS AGREGADOS MONETARIOS

## La evolución de los «otros intermediarios financieros» y su impacto sobre los agregados monetarios

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Martínez-Carrascal y Miguel Ángel Menéndez, del Servicio de Estudios.

### Introducción

La estrategia de política monetaria del Eurosistema se basa, entre otros elementos, en el seguimiento de un conjunto de indicadores entre los que se encuentran los agregados monetarios y, en particular, M3. La relevancia de estas variables descansa en el vínculo existente en el largo plazo entre dinero e inflación.

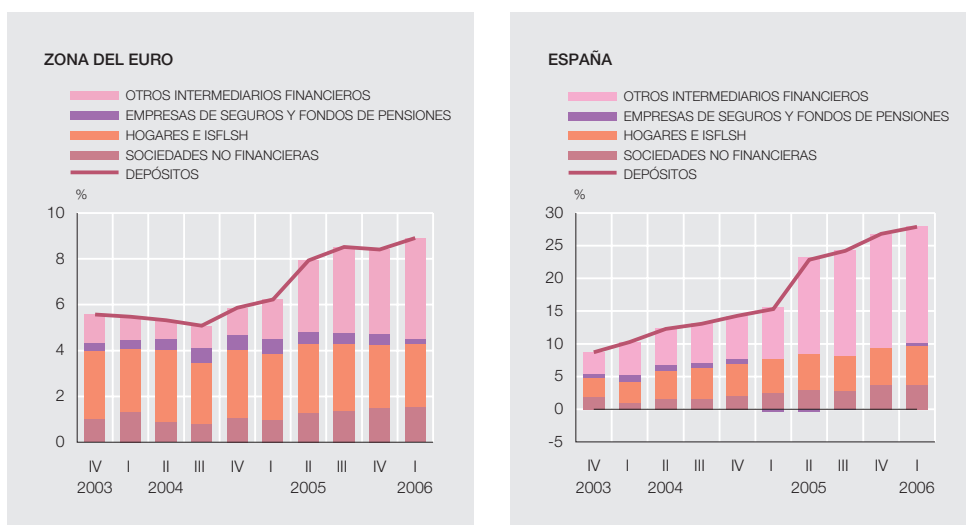
Los agregados monetarios en el área del euro se construyen sobre la base de definiciones armonizadas de los sectores emisor y tenedor de dinero. El primero está constituido por las instituciones financieras monetarias (IFM), mientras que en el segundo se incluyen los hogares<sup>1</sup>, las sociedades no financieras, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y los denominados «otros intermediarios financieros» (OIF). Estos últimos están constituidos por los fondos de inversión (excepto los monetarios), los fondos de titulización, las sociedades emisoras de participaciones preferentes y otros instrumentos financieros, las sociedades de valores, las sociedades y fondos de capital riesgo y las sociedades *holding* de instituciones financieras (excepto las que actúan como auxiliar financiero). La asignación a uno u otro sector es para la mayoría de estos grupos bastante obvia, como por ejemplo en el caso de las entidades de crédito, que forman parte de las IFM, o las familias. Sin embargo, en el caso particular de los OIF es menos evidente si su papel primordial es el de crear o el de mantener activos líquidos<sup>2</sup>. Asimismo, las tenencias de activos líquidos por parte de estas instituciones tienen una vinculación menor que las de empresas y familias con la evolución del gasto privado y la inflación.

Si bien es cierto que el escaso peso relativo que originariamente tenían los OIF dentro del sector tenedor de dinero restaba trascendencia a la decisión de asignarlos a este grupo, su creciente relevancia plantea la necesidad de evaluar el impacto que estos intermediarios tienen sobre la expansión y el contenido informativo de los agregados monetarios. Por este motivo, se está prestando una mayor atención a la evolución de los activos más líquidos de este subsector y al análisis de los factores que explican su rápido crecimiento<sup>3</sup>. En este contexto, en el presente artículo se estudia la evolución reciente de los depósitos mantenidos por los OIF (en las IFM), tanto en el conjunto de la zona del euro como en España, y su papel en el avance de las variables monetarias.

Tras esta introducción, el resto del artículo se estructura de la siguiente manera. En la segunda sección se estudia la contribución de los OIF al crecimiento de los depósitos mantenidos por el sector tenedor de dinero en la zona del euro y en España; en la tercera se revisan los factores que explican el dinamismo reciente de los activos más líquidos de estas instituciones en nuestro país; en la cuarta se analiza el impacto de estos desarrollos sobre el agregado M3 a nivel de la UEM; y en la quinta se resumen las principales conclusiones.

---

1. A lo largo del artículo el término «hogares» se refiere, además de a las familias, a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH). 2. Adicionalmente, se incluyen en las definiciones de dinero los depósitos mantenidos en las IFM por las Administraciones Territoriales así como los depósitos del sector tenedor frente a la Administración Central. 3. El Banco Central Europeo organizó el pasado 23 de marzo un seminario en Francfort con el objetivo de discutir estas cuestiones. Este artículo es un resumen actualizado de la contribución que hizo el Banco de España a ese seminario.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Incluyen las cesiones temporales.

**Contribución de los OIF al avance de los depósitos mantenidos por el sector tenedor de dinero**

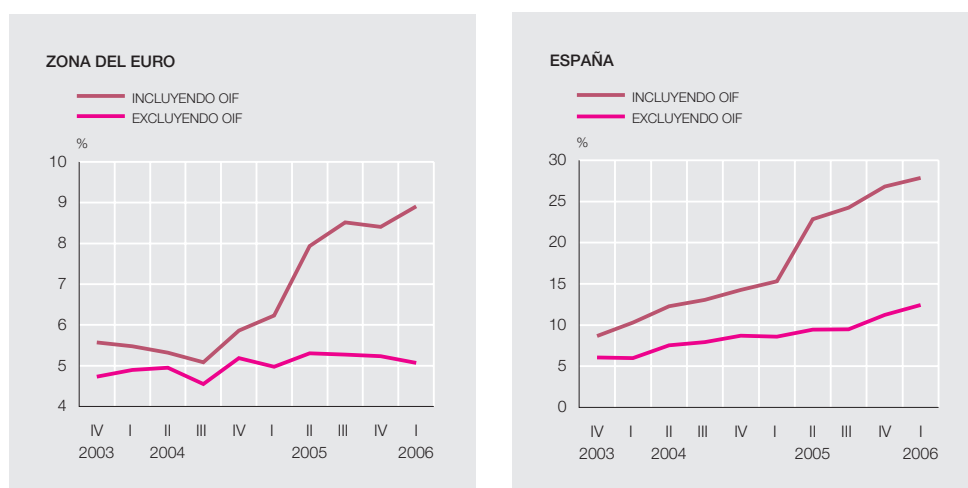
Durante los últimos tres años, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos<sup>4</sup> de los OIF se ha situado, en promedio, por encima del 20% en la zona del euro, siendo especialmente elevados los registros observados en 2005 y los meses transcurridos de 2006 (41% en marzo de 2006). Como resultado de este dinamismo, entre finales de 2002 y el primer trimestre de 2006, los depósitos de estas instituciones aumentaron su peso relativo respecto a los del conjunto del sector tenedor de dinero en 5,2 puntos porcentuales (pp), hasta alcanzar el 13,7%, y explican más del 40% de su avance (véase gráfico 1). De este modo, la exclusión de dichos intermediarios financieros del sector tenedor de dinero daría lugar a un ritmo de crecimiento muy inferior de los depósitos, siendo la diferencia especialmente significativa en el período más reciente (véase gráfico 2).

El componente español de los depósitos de los OIF ha contribuido, en parte, a esta evolución, ya que su avance ha sido incluso más intenso que a nivel de la UEM. Así, en marzo de 2006 el ritmo de expansión de estos instrumentos alcanzó el 95%, de modo que, en dicho período, llegaron a explicar más del 60% de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos mantenidos por el sector tenedor de dinero de nuestra economía (véase gráfico 1).

**Factores explicativos del incremento de los depósitos de los OIF en España**

Durante los últimos años, la actividad de los OIF en España se ha concentrado en tres tipos de instituciones: los fondos de inversión, los fondos de titulización y los emisores de participaciones preferentes<sup>5</sup>, que suponen conjuntamente más del 90% de los activos del sector (véase panel izquierdo del gráfico 3). El tamaño de estos intermediarios ha aumentado significativamente en el período reciente, aunque el ritmo no ha sido homogéneo entre ellos. Así, el patrimonio gestionado por los fondos de inversión, tras su fuerte expansión en los noventa, ha crecido a una tasa interanual que se ha situado desde 2003 por encima del 16%, de forma que se mantienen como el principal componente dentro de los OIF (casi un 50% del total).

4. El concepto de depósitos que se utiliza en este artículo se refiere a los mantenidos en las IFM e incluye también las cesiones temporales. 5. Se trata de las sociedades emisoras de participaciones preferentes y otros instrumentos financieros contempladas en la Ley 19/2003.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Depósitos mantenidos en las IFM. Incluyen las cesiones temporales.

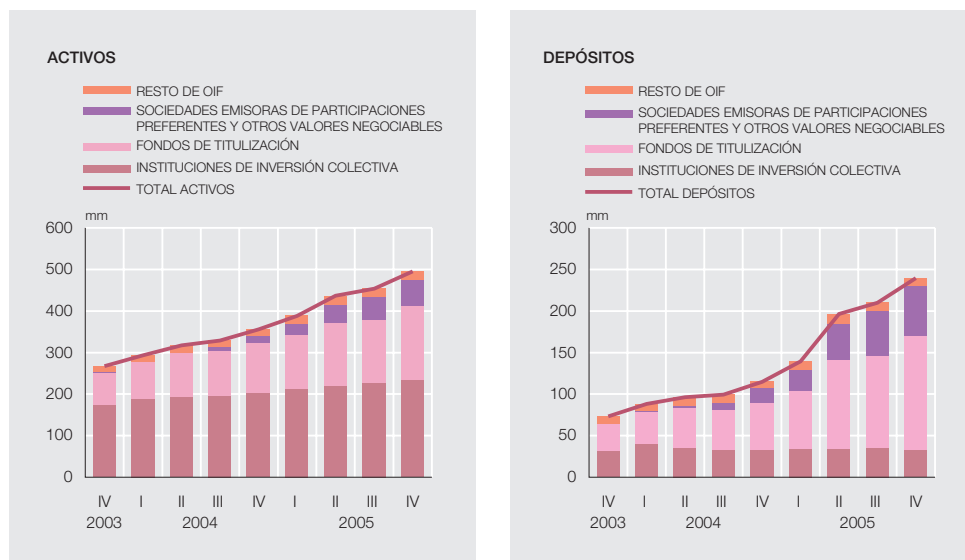
El volumen de los activos de los fondos de titulización ha crecido a un ritmo sustancialmente más intenso (por encima del 40%), de forma que a finales de 2005 representaban ya más del 35% del total. El dinamismo de estas instituciones se ha visto estimulado por las necesidades de fondos que han tenido las entidades de crédito para financiar el crecimiento de sus préstamos, que se han expandido a una velocidad muy superior a la del avance de los depósitos tradicionales.

Los emisores de participaciones preferentes han tenido también un notable dinamismo desde que la entrada en vigor de la Ley 19/2003 reguló y estimuló su operativa<sup>6</sup>. El grueso de la actividad de estos intermediarios se concentra en filiales de entidades de crédito. Los fondos captados a través de la emisión de este tipo de títulos los trasladan a la matriz mediante la constitución de depósitos. A finales de 2005, dos años después de su aparición, los activos de estas instituciones representaban el 13% de los de los OIF.

En línea con el aumento en la actividad de los OIF, se ha observado también un notable ascenso en sus depósitos. Por subsectores, el incremento se ha concentrado en los fondos de titulización y en los emisores de participaciones preferentes, ya que los fondos de inversión no han modificado de forma sustancial el volumen de sus inversiones en este tipo de instrumentos (véase panel derecho del gráfico 3).

Los recursos captados por las entidades de crédito a través de la titulización de activos se recogen contablemente en su pasivo como un depósito frente a los fondos de titulización en aquellos casos en los que la emisión de bonos realizada por estas últimas instituciones esté respaldada por cédulas emitidas por la entidad originadora del préstamo o por créditos que no se han dado de baja de su balance<sup>7</sup>. De acuerdo con la Circular 4/2004, esto último ocurre cuando no se produce una transferencia sustancial de riesgos. La aprobación de dicha nor-

6. Con anterioridad a la aprobación de dicha ley este tipo de operaciones se realizaba a través de filiales en el exterior. 7. Cuando los préstamos titulizados se dan de baja del balance de la entidad de crédito originadora, el pasivo de estas instituciones no se ve afectado por la operación de titulización, de modo que el único efecto contable se recoge en el activo. Concretamente, se produce un descenso de la cartera crediticia que es compensado por un aumento de la tesorería.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. OIF: Otros intermediarios financieros, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones. IFM: Instituciones financieras monetarias. Los depósitos incluyen las cesiones temporales.

ma, que afecta a las operaciones realizadas a partir de 2004 (anteriormente, los activos transferidos a los fondos de titulización se daban siempre de baja del balance), ha supuesto un aumento significativo de los depósitos de estos intermediarios, hasta representar a finales de 2005 más del 50% de los del conjunto de los OIF.

Por último, en el caso de los emisores de participaciones preferentes, la práctica totalidad de los recursos captados en la apelación a los mercados se materializa en depósitos frente a las IFM. Esto es lo que explica que el peso de este subsector en el conjunto de los OFI en términos de este tipo de instrumentos sea mayor que cuando se mide sobre el total de activos (25,5% frente al 13%, respectivamente, a finales de 2005).

### **Impacto sobre el agregado M3 de la expansión de los OIF**

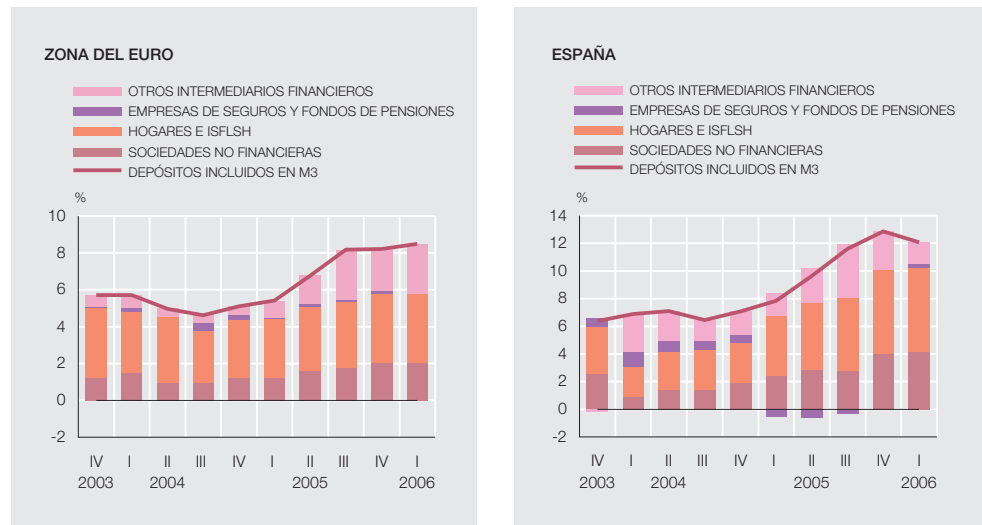
Desde finales de 2003, el ritmo de crecimiento, a nivel de la UEM, de los depósitos de los OIF que forman parte de la definición de M3 ha sido, en promedio, 8 pp inferior al avance del total de depósitos en manos de dichos intermediarios, lo que sugiere que una proporción elevada de la inversión de estos últimos se materializa en productos no incluidos en M3 como, por ejemplo, los depósitos de vencimiento superior a dos años y los disponibles con preaviso de más de 3 meses.

Como resultado, el aumento del peso de los OIF en los depósitos incluidos en M3 ha sido modesto (en torno a 2 pp desde finales de 2002, hasta situarse en el primer trimestre de 2006 en el 11,1%) y la contribución de dichos intermediarios al avance de esta parte de los depósitos a nivel del total del sector tenedor de dinero ha sido notablemente inferior a la que se obtiene al analizar los depósitos totales en la segunda sección de este artículo (véase gráfico 4).

Tal como se aprecia en el gráfico 4, el papel de los OIF en la evolución de la tasa de crecimiento de los depósitos que forman parte de M3 en el área del euro ha sido reducido hasta 2005, pero ha aumentado desde entonces, de forma que la exclusión de estos intermediarios de la definición del sector tenedor de dinero conduciría a una reducción en el ritmo de expansión de esta variable de 2,1 pp en los primeros meses de 2006 (véase gráfico 5). Por tanto, este subsector explica una parte importante del notable dinamismo de M3 en el área del euro durante los

**CONTRIBUCIONES A LA TASA DE CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS INCLUIDOS EN M3 (a)**

GRÁFICO 4

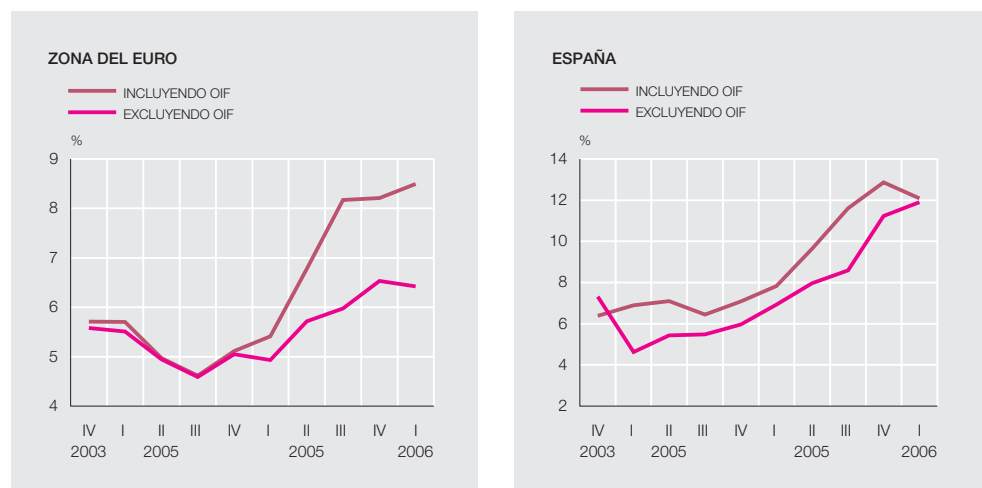


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Los depósitos incluyen las cesiones temporales.

**TASA DE CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS INCLUIDOS EN M3 (a)**

GRÁFICO 5



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Los depósitos incluyen las cesiones temporales.

últimos trimestres. En todo caso, el perfil ascendente observado en la serie se mantendría al excluir a los OIF, aunque sería menos acusado.

En España, los depósitos de los OIF incluidos en M3 han crecido también a ritmos notablemente más reducidos que los correspondientes a definiciones más amplias de estos activos como la considerada en el segundo epígrafe, de modo que el peso de dichos intermediarios dentro del sector tenedor de dinero se ha mantenido relativamente estable y su contribución a la expansión de M3 ha sido bastante moderada (véase gráfico 4).

La exclusión de los OIF del sector tenedor de dinero conduciría, durante los últimos años, a tasas de crecimiento de los depósitos de M3 algo menores en el período más reciente de las

que se obtienen cuando se consideran dichos intermediarios (1,6 pp menores a finales de 2005; véase gráfico 5), discrepancia que se ha reducido considerablemente en los primeros meses de 2006. Por tanto, esta evidencia apunta a que el componente español de los agregados monetarios mantenidos por los OIF no ha contribuido de forma sustancial a explicar el dinamismo reciente de M3 a nivel del área.

### **Conclusiones**

En este artículo se ha analizado, en primer lugar, la contribución de los OIF al avance, durante los últimos años, de los depósitos mantenidos por el sector tenedor de dinero. Los resultados indican que tanto en la zona del euro como, sobre todo, en España estos intermediarios financieros han tenido un papel muy relevante a la hora de explicar la evolución de esta variable, especialmente desde 2005. Así, a finales del primer trimestre de 2006 la exclusión de estas instituciones conduciría a unas tasas de crecimiento 3,8 pp y 15,4 pp menores a las observadas, respectivamente, en la UEM y en nuestro país. En este último, los desarrollos se explican, fundamentalmente, por el notable dinamismo de los fondos de titulización y de los emisores de participaciones preferentes.

Cuando el análisis se restringe a los depósitos incluidos en M3, que es el agregado que, entre los monetarios, ocupa un papel destacado en la estrategia de política monetaria del Eurosystema, se observa que el impacto de la inclusión de los OIF en los sectores tenedores de dinero es mucho menor, si bien muestra una tendencia creciente, de forma que la tenencia de activos líquidos por parte de este subsector explica una parte no despreciable del dinamismo reciente de M3 en el área del euro. El componente español de dicha macromagnitud resulta menos afectado ya que los activos líquidos mantenidos por los OIF residentes se materializan principalmente en depósitos a plazos superiores a los que se incluyen en su definición.

15.6.2006.