

Análisis de diez años de tipos de interés convulsos: entidades financieras e inversores

Autores

Santiago Beltrán

Responsable de Agencias de Rating de Crédito en Banco Sabadell. Profesor Asociado en el Máster en Finanzas del IEF-BFS.

Financial Risk Manager (FRM) por la Global Association of Risk Professionals (GARP). European Financial Advisor (EFA) por EFPA España.

Analista Financiero que ha desarrollado diferentes posiciones en Banco Sabadell y que colabora como profesor especializado en el sector bancario y en análisis financiero en el IEF-BFS y en la IEBS Business School.

.....

Pablo Larraga

Profesor de Finanzas. Director de Máster en Finanzas del IEF-BFS y del Programa PPF de IEF-BFS para exámenes EFP de EFPA España.

EFP número 1 de EFPA España. Analista Financiero del IEAF.

Consultor financiero y perito judicial.

Profesor especializado en mercados financieros (renta fija y derivados), matemáticas financieras y asesoría/planificación financiera en Pompeu Fabra, ESADE, IQS, BBVA, Banca March y universidades latinoamericanas (TEC de Monterrey, ESAN Perú y Diego de Portales en Santiago de Chile).

Abstract

Estudio sobre la influencia de la reciente subida de tipos de interés en los resultados de la actividad bancaria, en lo que respecta a su cuenta de resultados, así como a diferentes ratios, loan-to-deposits, Liquidity Coverage Ratio, ROA, ROE, CET1 y ratio de apalancamiento, así como la evolución de personal bancario, número de oficinas y número de personas por oficinas entre los años 2008 y 2023.

También se ha analizado el efecto de las subidas de tipos de interés del BCE sobre los depósitos bancarios, así como ante la reducida traslación de efecto contagio en tipos de interés para clientes la búsqueda de alternativas por parte de los clientes adquiriendo masivamente Letras del Tesoro y otros productos financieros desintermediados.

Abstract

Study on the influence of interest rates on the results of banking activity, with regard to its income statement, as well as different ratios, such as loan to deposits, liquid coverage, ROA, ROE, common equity, TIER 1 CET and effect of deleveraging, as well as the evolution of banking personnel, number of branches and number of people per branch between the years 2008 and 2023.

The effect of the ECB's interest rate increases on bank deposits has also been analyzed, as well as the reduced contagion effect transfer in interest rates for clients, the search for alternatives by clients massively acquiring Treasury Bills and other disintermediated financial products.

Afectación de la subida de los tipos de interés

La intensa y rápida subida de tipos de interés de 2022-23 ha afectado a los diferentes agentes de mercado de una manera diferente a ciclos anteriores, debido a que el posicionamiento y *momentum* del sector bancario español en los mismos era sustancialmente distinto.

Durante los años posteriores a la crisis financiera mundial que tuvo comienzo en el julio-agosto de 2007, con las crisis de varios fondos de inversión inmobiliarios norteamericanos, la casi desaparición de la operativa en los mercados de depósitos interbancarios, la fuerte desconfianza en prestarse dinero entre bancos y el consiguiente incremento del diferencial de tipos de interés depo-repo llevó a que las entidades bancarias de gran parte del mundo en general y de las entidades españolas en particular fueran, de manera paulatina, reduciendo su apalancamiento e incrementando su liquidez. Este proceso se vio sustentado por los siguientes factores:

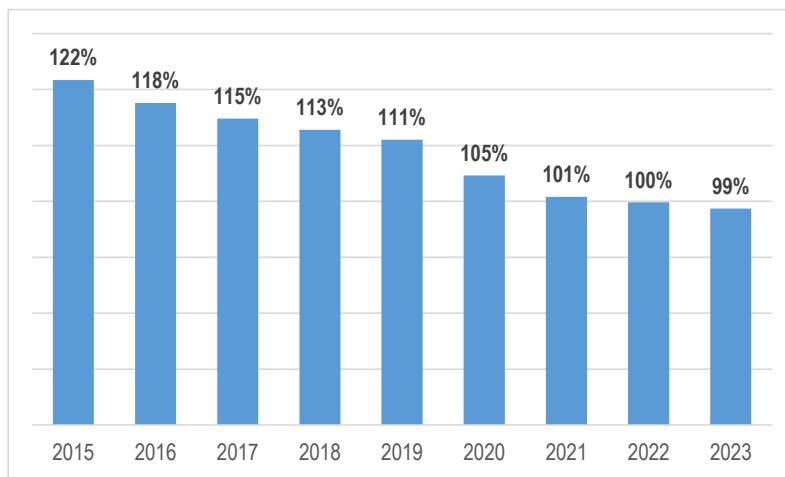
- Una menor demanda de crédito por parte de empresas y consumidores, a la par de un endurecimiento de las condiciones crediticias fruto de la caída significativa del Producto Interior Bruto y del incremento del desempleo en la región.
- Importante foco en el saneamiento de los balances de las entidades, las cuales vieron cómo la morosidad crediticia iba en aumento y provocaba de esta forma que hubieran de destinar gran parte de sus ingresos a incrementar sus coberturas y reducir sus activos problemáticos.

En el siguiente gráfico se observa, durante los últimos diez años, la evolución de la ratio *loan-to-deposits* (préstamos sobre depósitos), la principal métrica que refleja el apalancamiento del sector bancario poniendo en relación la cantidad de préstamos del sector sobre el total de depósitos del mismo.

En 8 años, el apalancamiento del sector se ha reducido en 23 puntos porcentuales, pasando de situarse en 121,7% en 2015, a hacerlo en 98,7% en 2023. Podemos observar cómo esta tendencia decreciente ha llegado a situar la ratio por debajo del umbral del 100%, siendo desde el año 2022 superior la cantidad en depósitos que posee el sector bancario en sus balances, a la cantidad de préstamos vivos.

La tendencia de los últimos tres ejercicios nos muestra que el ritmo de desapalancamiento del sector se ha ralentizado y lo sitúa en un rango cercano al 100%, un apalancamiento muy sano a ojos del regulador y que permitirá a las diferentes entidades tener mucho más margen de maniobra ante las posibles perturbaciones económicas que puedan surgir.

Gráfico 1. Evolución del *Loan to Deposits*



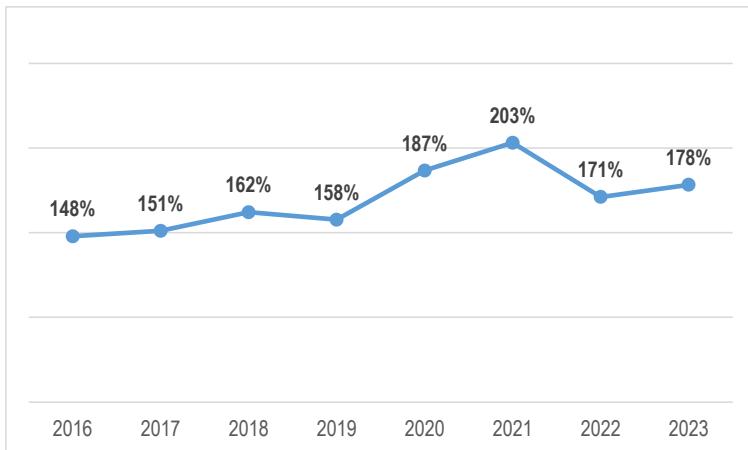
Si analizamos este descenso por componentes podemos observar cómo ambos han contribuido a esta reducción, ya que el crédito ha sufrido un descenso continuado y los depósitos han marcado una tendencia alcista. Esta tendencia alcista de los depósitos tuvo su punto álgido durante la pandemia del coronavirus y el confinamiento al que la sociedad hubo de hacer frente, ya que la imposibilidad de los agentes de continuar con su ritmo de vida provocó un incremento muy significativo de la tasa de ahorro y por ende del nivel de depósitos del sector. Es por ello que observamos en el gráfico como el mayor descenso anual de la ratio *loan-to-deposits* se produce en el año 2020, con un descenso de 6 puntos porcentuales en un único ejercicio.

Este continuo desapalancamiento ha venido acompañado por un incremento sin precedentes de la liquidez bancaria, la cual estuvo en el foco de los diferentes reguladores tras la mencionada crisis financiera mundial debido al papel protagonista que desempeñó en la amplificación del colapso a nivel global.

Este efecto negativo de la liquidez vino acrecentado puesto que, en los años previos a la crisis y en los balances de algunas entidades bancarias, se produjeron desajustes entre la duración media del activo y la del pasivo con la finalidad de incrementar su rentabilidad. Este incremento de la rentabilidad se lograba captando financiación a corto plazo, ya que el tipo de interés de la misma es más reducido, y financiando con ella activos a más largo plazo, ya que el tipo de interés que se cobra por los mismos es más elevado.

En el siguiente gráfico se presenta la evolución del *Liquidity Coverage Ratio (LCR o tasa de cobertura de liquidez)*, ratio que nos muestra la capacidad de las entidades bancarias a hacer frente a las potenciales salidas de efectivo a corto plazo en base a sus activos líquidos de alta calidad, entre los que se incluyen, entre otros, las reservas depositadas en el Banco Central Europeo.

Gráfico 2. Evolución del Liquidity Coverage Ratio



Destaca, adicionalmente a la tendencia sostenida de un incremento progresivo de la liquidez hasta el año 2021 y que llega a situar la ratio LCR en niveles superiores a un 200% cuando cinco años antes se situaba ligeramente por debajo del 150%, el incremento sustancial y repentino que se produce en el año 2020 coincidiendo con los efectos de la pandemia del coronavirus, y es que, con el fin de paliar un shock económico como fue el confinamiento y las diferentes medidas tomadas por los gobiernos, el Banco Central Europeo tomó diferentes medidas de política monetaria que provocaron un incremento sin precedentes de la liquidez bancaria.

Entre todas las medidas tomadas por el BCE, y considerando en nuestra comparativa únicamente el impacto que tuvieron en la liquidez del sistema, destacan tanto el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (*PEPP – Pandemic Emergency Purchase Programme*), lanzado en marzo de 2020 y cuya dotación alcanzó finalmente los 1,85 billones de euros como las subastas de liquidez a largo plazo que se llevaron a cabo bajo el programa TLTRO-III (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*).

Ambos programas buscaban estimular la economía de la Zona Euro ante una situación completamente excepcional, tratando de dotar de estabilidad a los mercados financieros y de suficiente liquidez a las entidades financieras, en un intento de salvaguardar la provisión de crédito en un momento crítico para muchos agentes económicos, entre los que encontramos empresas y particulares.

Los datos mostrados nos indican como, en lo que a liquidez se refiere, las medidas consiguieron su objetivo y dotaron a las entidades financieras de unos niveles de liquidez muy elevados, permitiéndoles de ese modo satisfacer la demanda crediticia en un entorno macroeconómico tan complicado.

El impacto de la liquidez en la traslación de la subida de tipos

Ya en 2022, la subida de tipos llevada a cabo por el Banco Central Europeo fue muy agresiva y se llevó a cabo de una forma muy rápida, lo que provocó un importante incremento en los tipos de interés de los préstamos a hogares destinados a la compra de viviendas y en los préstamos a sociedades no financieras, tal y como puede observarse en el gráfico 3, tanto para préstamos hipotecarios de nueva concesión, como en préstamos hipotecarios ya vigente pero a tipo variable.

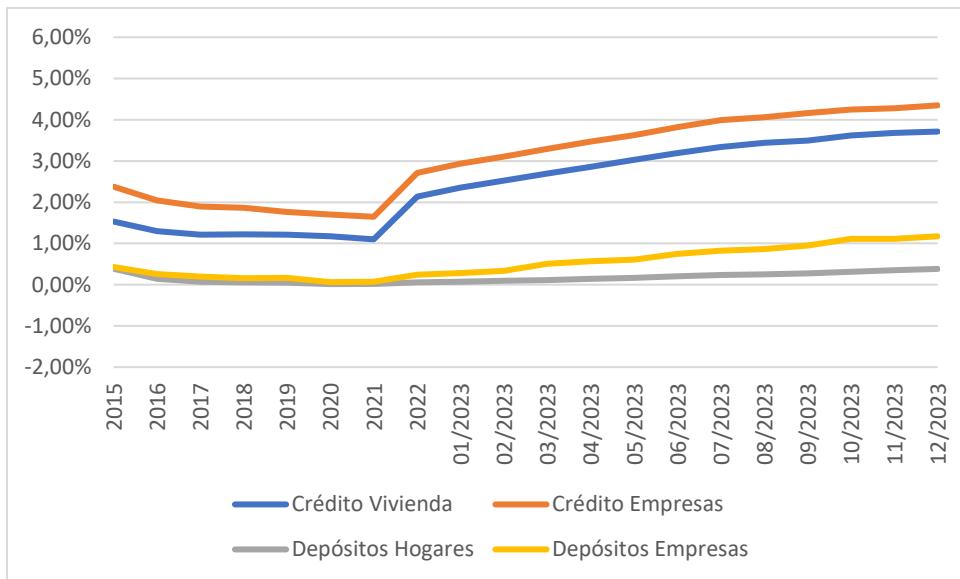
La mayor pendiente que muestran el crédito de vivienda y el crédito a empresas radica en la forma en la que se estructuran los préstamos a tipo variable concedidos por el sector bancario, los cuales de manera automática incorporan las subidas de tipos cuando se va revisando el tipo de interés de la operación. Podemos ver cómo se produce un incremento muy significativo y rápido de los tipos de crédito entre 2022 y 2021, pasando a situarse el tipo medio del crédito a vivienda en un 2,13% (1,10% a cierre de 2021) y el tipo medio del crédito a sociedades no financieras en un 2,71% (1,65% a cierre de 2021).

El impacto que tuvo dicho incremento de tipos en la cuota hipotecaria abonada por los hogares, y por ende en la tasa de esfuerzo, provocó que el Gobierno introdujera un conjunto de medidas con las que tratar de aliviar el esfuerzo hipotecario que tenían que soportar las familias, especialmente las que se ubicaban en situación de vulnerabilidad, si bien es cierto que ya antes de dichas medidas gubernamentales se había producido una reacción por parte de las entidades financieras con la finalidad de evitar un incremento de la morosidad.

El sector bancario también se adaptó a esta nueva realidad de tipos más elevados tras años en los que el tipo de interés se situó en el entorno del 0% y lo hizo, entre otras cosas, lanzando un nuevo producto como fue la hipoteca mixta. Esta nueva modalidad de hipoteca tenía como objetivo adaptarse a este nuevo entorno de tipos caracterizado por un Euribor 12 meses cercano al 4% durante el segundo semestre de 2023 y con expectativas de una importante reducción del mismo hasta situarlo en niveles del 2% en menos de 5 años. Así, esta nueva tipología de hipoteca se estructuraba con un tipo fijo durante los primeros años de la operación, blindando así al cliente de las posibles oscilaciones que tuviese el Euribor, y pasando a tipo variable tras esos primeros años, dando por supuesto de esta forma que tras ese plazo el tipo de referencia estaría en niveles más normalizados.

Por el lado de los depósitos podemos comprobar cómo, frente a esa traslación automática de la subida de tipos de interés a la parte del crédito que provocaba ese incremento de la pendiente, el incremento de los tipos de los depósitos ha sido mucho más paulatino y contenido, quedando patente que el diferencial existente entre el tipo del crédito y el de los depósitos no ha hecho sino aumentar desde la primera subida de tipos en julio de 2022.

Gráfico 3. Evolución de los tipos de interés en función de la operación



Y es que, al contrario de lo que sucedía con las operaciones de crédito a tipo variable, no existe un mecanismo de traslación automática de los tipos de interés a los productos de pasivo, dependiendo en exclusiva de las decisiones tomadas por las diferentes entidades bancarias. Hubo distintos factores que permitieron al sector bancario no trasladar toda la subida de tipos a la remuneración de los depósitos, pudiendo así aumentar su rentabilidad hasta niveles no vistos durante el último ciclo económico.

Uno de estos factores es el estancamiento de la demanda de crédito, la cual ha estado durante años muy contenida y sin superar el ritmo natural de amortización de los préstamos, lo que paulatinamente llevaba a un descenso del crédito del sector. Al no poder la banca otorgar una mayor cantidad de préstamos y hacer crecer de esta forma su volumen de activo, no ha tenido la necesidad de aumentar el ritmo de captación de pasivo mediante ofertas más atractivas en lo que a remuneración de depósitos se refiere.

A esta baja demanda crediticia, se suma la holgada posición de liquidez de la que gozaba el sector bancario cuando se produjeron las subidas de tipos. A cierre de 2022 tenía ratios de liquidez, medidos a través del *Liquidity Coverage Ratio*, superiores al 150% y un *loan-to-deposits* inferior al 100%. Esta elevada liquidez unida al bajo apalancamiento permitiría a la banca afrontar, en caso de que finalmente se produjese, un incremento de la demanda crediticia por parte de los diferentes agentes del mercado sin la necesidad de ver comprometida su estructura de balance y sin tener que lanzar agresivas ofertas de remuneración del pasivo con la finalidad de captar depósitos a costa de reducir la rentabilidad.

Debe además considerarse que una parte importante de créditos concedidos por el BCE a la banca se habían hecho a medio plazo por elevados volúmenes y a un tipo de interés del 0%, razón por la cual no debía existir especial interés en captar pasivo a los nuevos tipos de interés que se hubieran situado en los rangos marcados por el BCE entre el 3% y el 4% durante parte de los años 2022 a parte de 2024.

Por el lado de los depositantes también existe un factor que ha jugado un papel relevante, y es el que ataña a la transaccionalidad de los depósitos. La mayor parte de los saldos que representan estas

cuentas son transaccionales, lo que implica que no presentan un volumen demasiado elevado y que son utilizados por las familias para su operativa más habitual (cobro de nóminas, pago de recibos y gastos diversos...). Este bajo volumen medio de los depósitos ha provocado que los depositantes no hayan sido muy agresivos en la búsqueda de la remuneración de los mismos, permitiendo a las diferentes entidades satisfacer sus necesidades con campañas de captación donde el saldo remunerado quedaba limitado a los primeros miles de euros de cada depósito.

La conjunción de estos condicionantes ha sido clave, no sólo en la baja traslación de las decisiones de política monetaria llevadas a cabo por el Banco Central Europeo a la remuneración de los depósitos provocando así que el *gap* presentado en el gráfico 3 entre los tipos medios de las diferentes tipologías de crédito y de depósitos presente un salto muy importante durante 2022 y continuase ampliándose paulatinamente durante los siguientes meses, sino también en el incremento de la rentabilidad bancaria de los últimos ejercicios.

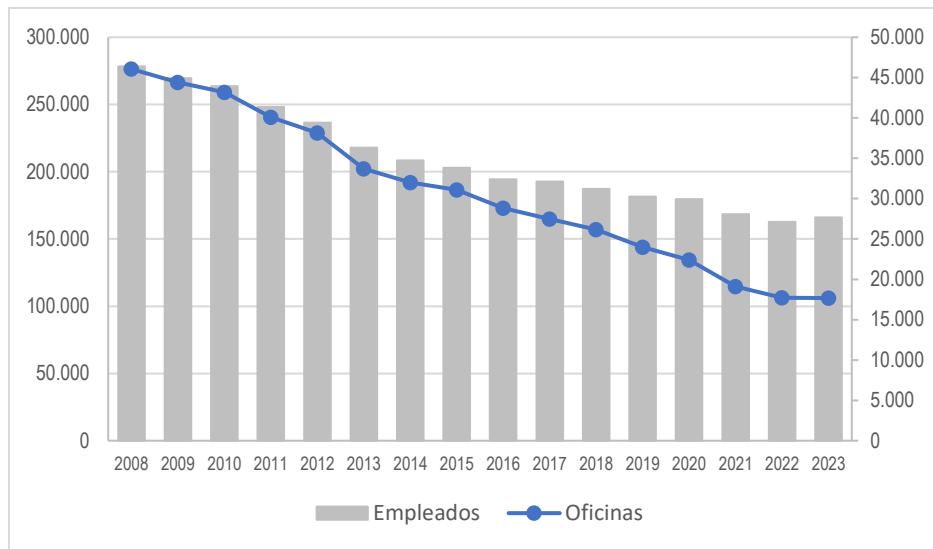
Incremento de la rentabilidad bancaria

Durante la última crisis financiera, especialmente en los años 2008-2013, la rentabilidad bancaria se vio muy lastrada, llegando a situarse incluso en terreno negativo en algún ejercicio. Entre los principales motivos destaca la caída de los tipos de interés y la consiguiente reducción del margen de intereses, si bien la misma vino acompañada de un incremento repentino de la morosidad, el cual provocó un aumento de las provisiones que los bancos habían de destinar a cubrir esos préstamos que no estaban al corriente de pago.

Con la finalidad de mejorar la rentabilidad en un marco global tan complicado para el sector, los bancos comenzaron a accionar las palancas que tenían a su alcance en ese momento. Por el lado de los ingresos comenzaron a incrementar las comisiones, la segunda mayor partida de este tipo tras el margen de intereses. A diferencia del margen, y a pesar de que es una rúbrica significativamente menos cuantiosa, las comisiones tienen la ventaja de ser insensibles a los tipos de interés, siendo una fuente de ingresos mucho más estable en los diferentes momentos del ciclo económico. Por la parte de los gastos, los bancos comenzaron a reducir su estructura tanto en número de oficinas como de empleados, puesto que su red comercial era una de las más capilarizadas de toda Europa.

Tal y como se observa en el gráfico 4, atendiendo al eje izquierdo y a las columnas presentadas en color gris, el número de empleados se redujo en un 40% en el periodo de 2008-2023 si bien la mayor reducción se produjo durante los primeros años como medida para mejorar la rentabilidad (-30% en el periodo 2008-2016). Con respecto a la evolución de las oficinas, representadas por una línea de color azul y en el eje derecho del gráfico, la tendencia de reducción durante los cinco primeros años se produce al mismo ritmo que la presentada por los empleados, si bien posteriormente se acelera de manera sustancial. Dicha reducción alcanza un -62% para el periodo comprendido entre 2008 y 2023.

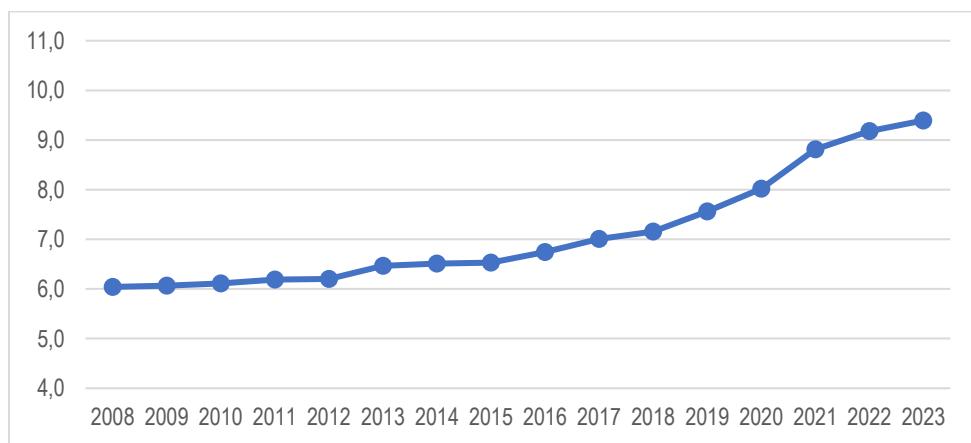
Gráfico 4. Evolución del número de empleados y oficinas



Esta reducción más agresiva en el número de oficinas que en el número de empleados pone de manifiesto la tendencia de la banca española de, adicionalmente a reducir su capilaridad eliminando su presencia en las localidades más pequeñas, hacer más grandes las oficinas que mantiene, buscando que en las mismas pueda hacerse un seguimiento integral que cubra todas las necesidades que un cliente pueda tener.

En el gráfico 5 se observa la evolución de la ratio de empleados por oficina, bajo el supuesto de que todos los empleados bancarios pertenezcan a la red comercial, elevándose más de un 55% el número de empleados promedio durante la totalidad del periodo analizado, 2008-2023. De la misma forma que la reducción de oficinas se aceleraba a partir del año 2015, el incremento en el tamaño de las oficinas es más sustancial a partir del año 2016, viéndose en el periodo 2016-2023 un aumento cercano al 40%.

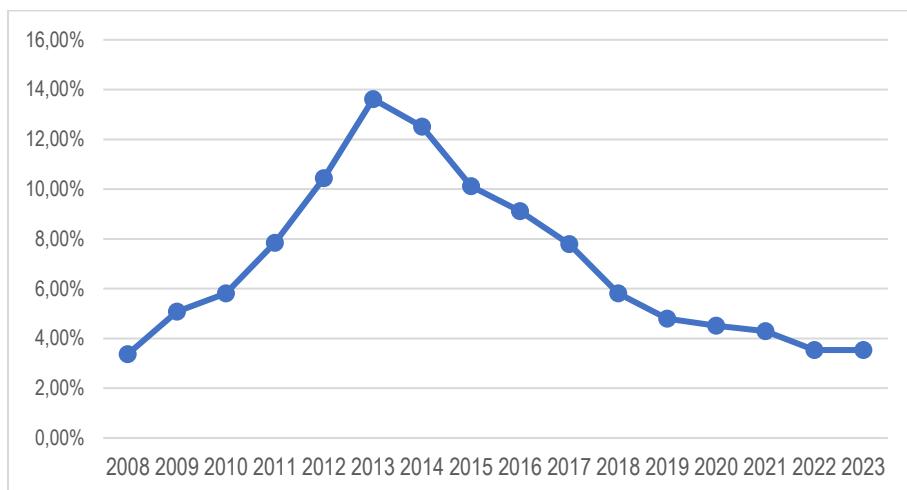
Gráfico 5. Evolución de la ratio de empleados por oficina



Tras estas actuaciones de incremento de comisiones y reducción de estructura, la banca había preparado su modelo de negocio a la espera de que el ciclo le acompañase con una subida de tipos de interés y una reducción de la morosidad.

La ratio de morosidad, tras alcanzar sus máximos durante el año 2013 después de registrar cinco años de subidas muy significativas, comenzó un descenso progresivo con el foco del regulador puesto en ella, ya que las entidades no podrían volver a alcanzar una rentabilidad suficiente mientras las dotaciones fuesen una partida tan relevante dentro de su cuenta de resultados. Durante muchos ejercicios, las ventas de carteras tanto de activos morosos como de activos adjudicados fueron uno de los principales ejes estratégicos de las entidades en España y, acompañadas por una gestión integral y orgánica de la morosidad, se consiguió reducir la misma hasta niveles por debajo del 5% en los últimos años.

Gráfico 6. Evolución de la ratio de morosidad



La subida de los tipos de interés, aunque probablemente demasiado acuciada para los intereses bancarios, ha permitido a la banca llevar sus ratios de rentabilidad sobre fondos propios (*Return on Equity, ROE*) a un doble dígito que parece sostenible en el tiempo. Desde la primera subida de tipos por parte del Banco Central Europeo el margen de intereses se ha incrementado significativamente, lo que unido a la mejora de comisiones, reducción de la estructura y contención de la morosidad, dota de optimismo las perspectivas sectoriales.

La sostenibilidad de este *Return on Equity* en estos niveles tiene en el entorno regulatorio uno de los principales desafíos, puesto que las autoridades regulatorias, en su interés por salvaguardar la estabilidad del sistema y proteger a los diferentes agentes de la quiebra de las entidades, abogan por incrementar los niveles de capital regulatorio con los que los bancos han de operar. El principal componente de dicho capital regulatorio son las reservas, por lo que los bancos se ven abocados a mantener una política conservadora en sus repartos de capital a los accionistas, ya sea vía dividendos o share buyback (programas de recompra de acciones a los accionistas), de forma que su beneficio retenido sea capaz de sostener a largo plazo el posible incremento de los activos ponderados por riesgo fruto de un incremento del crédito u otros factores.

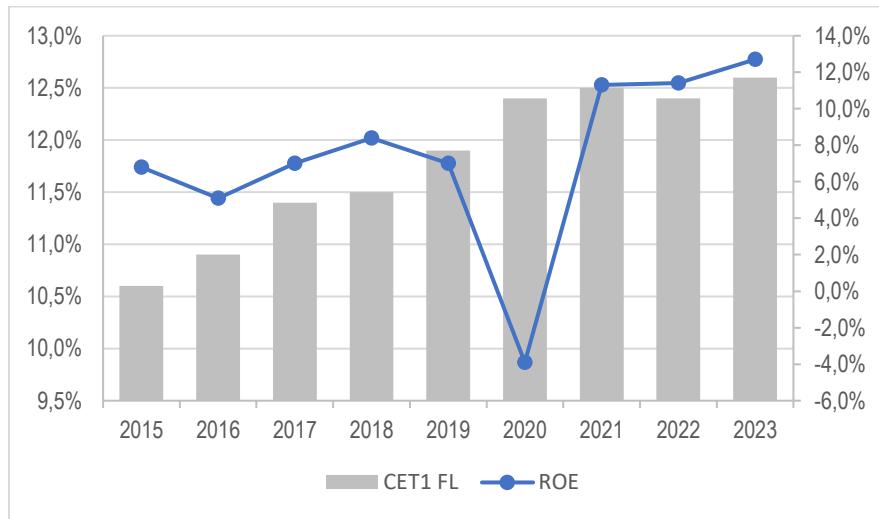
Este aumento de las reservas bancarias vía beneficio retenido provoca un descenso de los ratios de rentabilidad puesto que denominador habitual de las mismas son los fondos propios. Es en este punto cuando los bancos han de balancear un incremento de capital que les permita cumplir holgadamente con las ratios regulatorias en lo que a solvencia se refiere y a la vez obtener una rentabilidad suficiente que sea atractiva para los diferentes inversores y accionistas.

En los últimos años, tal y como podemos ver en el gráfico 7 si nos fijamos en el eje de la derecha, la rentabilidad medida a través del *Return on Equity* ha presentado un crecimiento sostenido una vez aislado el impacto del COVID 19. Vemos como en el año 2020 el *Return on Equity* se situó en terreno negativo (-3,9%) debido al parón en la actividad económica motivado por las diferentes medidas impuestas para combatir el contagio y propagación de la enfermedad.

Durante estos 9 años el *ROE* casi se ha duplicado, pasando de situarse en el 6,8% en 2015 hasta alcanzar a cierre de 2023 un 12,7%, una rentabilidad por encima del doble dígito y que ha sido motivada, entre otros factores, por las recientes subidas de tipos de interés.

En el eje de la izquierda podemos ver como la principal ratio de solvencia también ha seguido una senda creciente, partiendo de niveles próximos al 10,5% en 2015 y mejorando en 2 puntos porcentuales hasta situarse por encima de 12,5% a finales de 2023.

Gráfico 7. Evolución del Common Equity Tier 1 y del ROE



Los efectos sobre los depositantes

De la misma forma que los bancos adaptaron su estructura en su búsqueda de la rentabilidad durante los años caracterizados por un entorno de tipos muy bajos, los clientes también hubieron de adaptarse a una situación desconocida hasta el momento.

Hasta la irrupción de la crisis financiera, la riqueza de un ahorrador promedio en España se podía dividir entre patrimonio inmobiliario y patrimonio financiero, predominando en este último los depósitos a tipo fijo. Fue con el descenso protagonizado por los tipos de interés tras dicha crisis, en el que este tipo de producto financiero fue perdiendo su interés y los ahorradores hubieron de canalizar su riqueza financiera hacia otros instrumentos, quizás algo más complejos, pero que podrían seguir

dotándole de cierta rentabilidad. Entre estos productos podemos encontrar, entre otros, fondos de inversión, planes de pensiones o diferentes modalidades de planes de ahorro.

En la tabla 1 se puede ver la estructura del ahorro financiero de las familias entre los años 1990 a 2023 con especial detalle relativo a lo ocurrido en el período 2015-2023.

- Se aprecia un incremento de la riqueza financiera en términos absolutos y relativos, pasando la misma del 125% sobre el PIB en 1990 al 194% al finalizar 2023.
- Los depósitos bancarios pasan del 61% en 1990 al 37,5% en 2023 dentro de la riqueza financiera de las familias.
- La inversión colectiva (fondos de inversión y SICAVs) casi inexistente en 1990 (1,5%) aumenta hasta el 15,5% en 2023. Al igual que los fondos de pensiones que se situaban en el 3,1% en 1990 (habían iniciado su andadura en España en diciembre de 1988) y en el 2023 alcanzaban el 4,4%, lo que pone de manifiesto un crecimiento porcentual y absoluto muy reducido y obliga a reflexionar sobre la cuestión de si el regulador ha tomado las decisiones normativas adecuadas a lo largo de estos años, y muy especialmente en la última década.
- También experimenta un fuerte crecimiento la inversión directa, tanto en renta fija como en renta variable que pasa del 21,5% en 1990 al 31,4% en 2023, al igual que los seguros que pasan del 4,2% en 1990 al 8,2% en 2023.

En resumen, se observa en la tabla 1 una considerable modificación en las pautas de decisiones de ahorro y de inversión de los ciudadanos españoles, que paulatinamente han reducido su participación en depósitos bancarios, llevándolos a otros instrumentos financieros desintermediados y más vinculados a la operativa y rentabilidad de los mercados financieros.

Tabla 1 – Ahorro financiero de las familias total y clasificado por rúbricas – Periodo 1990-2023

Activos Financieros	1990	1995	2000	2005	2010	2012	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
I. DEPÓSITOS Y EFECTIVO	228.297	323.354	402.699	578.438	846.016	828.182	851.218	860.525	855.198	879.143	917.155	995.585	1.035.277	1.074.662	1.061.876
Efectivo	26.165	44.101	52.857	81.427	99.370	96.541	79.457	71.625	64.297	56.241	48.355	62.176	59.693	53.529	44.508
Depósitos transferibles	33.383	35.161	58.652	265.491	307.293	307.515	435.267	512.050	579.797	643.147	711.192	805.529	879.650	937.906	871.396
Otros depósitos	168.749	244.091	291.190	231.520	439.354	424.126	336.494	276.851	211.104	179.755	157.607	127.879	95.934	83.227	145.971
II. INSTITUC. INV. COLECTIVA	5.963	63.932	143.777	203.435	131.191	117.926	266.255	282.862	316.569	314.005	346.307	358.766	418.584	385.744	438.575
Fondos de Inversión	5.963	63.932	143.777	196.388	114.846	102.205	182.489	195.397	218.163	213.737	229.542	229.635	263.564	254.145	288.767
IIC extranjeras/SICAV ⁽¹⁾	-	-	-	7.048	16.346	15.721	83.767	87.465	98.406	100.268	116.765	129.131	155.019	131.599	149.808
III. FONDOS DE PENSIONES	11.590	21.759	51.328	83.754	96.844	96.520	113.876	115.731	119.518	113.934	124.371	124.356	134.122	119.978	125.700
Externos	3.215	13.124	38.621	73.495	85.215	86.777	104.456	106.839	111.077	106.886	116.419	118.523	127.998	115.646	122.385
Internos	8.375	8.635	12.707	10.259	11.629	9.742	9.420	8.892	8.442	7.049	7.952	5.834	6.124	4.331	3.315
IV. INVERSIÓN DIRECTA	80.661	143.668	310.294	532.468	513.135	570.446	815.377	782.938	747.503	703.032	737.227	773.838	760.915	799.014	889.881
Renta Fija	27.601	22.997	26.214	34.889	51.086	68.929	35.596	25.346	17.666	15.092	13.019	14.206	12.712	13.734	38.053
Corto plazo	16.486	7.347	1.543	1.796	2.171	11.716	1.089	419	94	172	199	271	145	2.181	25.726
Largo plazo	11.115	15.649	24.671	33.093	48.915	57.213	34.508	24.927	17.572	14.920	12.820	13.935	12.567	11.553	12.327
Otras participaciones	1.641	18.749	63.531	132.599	233.266	273.503	442.512	448.305	392.204	414.746	446.813	508.086	496.429	519.291	551.492
Renta Variable	51.419	101.923	220.549	364.979	228.783	228.013	337.269	309.287	337.633	273.195	277.395	251.547	251.773	265.989	300.337
Cotizada	-	29.344	108.558	110.833	84.681	102.275	119.925	125.587	137.573	107.426	113.420	106.058	113.920	109.879	134.606
No cotizada	-	72.578	111.991	254.146	144.101	125.738	217.345	183.699	200.060	165.769	163.976	145.488	137.854	156.110	165.731
V. SEGUROS/Ent.Prev.Social	15.723	41.688	100.752	148.152	179.841	186.526	225.297	233.327	240.765	244.229	259.587	263.732	254.337	215.154	233.289
Reservas vida	8.221	30.307	65.429	84.346	110.480	122.958	158.569	170.270	172.873	176.810	194.556	198.575	187.679	151.355	165.971
Seguros colectivos pensiones	-	458	9.181	29.465	29.019	27.216	27.105	26.653	26.343	25.833	25.913	25.540	26.060	25.301	25.169
EPSV	-	3.948	6.269	8.190	16.052	18.049	22.282	21.535	23.398	22.615	24.290	24.624	26.396	25.107	28.073
Otras reservas	7.502	6.974	19.874	26.151	24.291	18.303	17.341	14.870	18.152	18.970	14.828	14.993	14.202	13.391	14.076
VI. CRÉDITOS	23.120	19.430	18.991	27.057	20.192	16.577	13.559	13.687	13.336	13.709	13.851	13.210	13.395	15.070	15.970
VII. OTROS	9.111	15.959	8.752	22.384	34.388	39.625	37.947	36.742	44.135	53.470	52.429	59.288	57.924	63.499	66.902
TOTAL	374.465	629.790	1.036.593	1.595.689	1.821.607	1.855.800	2.323.530	2.325.812	2.337.025	2.321.522	2.450.927	2.588.775	2.674.554	2.673.119	2.832.193
Activos Financieros/PIB	125,0%	136,7%	160,0%	172,1%	169,8%	180,0%	215,5%	208,7%	201,0%	192,8%	196,8%	231,3%	218,8%	198,5%	193,7%

Fuente: Inverco con datos del Banco de España

De lo comentado en párrafos anteriores respecto al contenido de la tabla 1 surgen dos posibles conclusiones generadoras de un debate a desarrollar con un contenido a nuestro entender altamente interesante.

1. Siempre se ha dicho que la banca norteamericana adopta un modelo mucho más presente en los mercados financieros, mientras que la banca europea en general, y muy especialmente la banca española en particular, adopta el modelo de captación de pasivo y concesión de activo. Es muy probable que dichos modelos analizados y mantenidos a lo largo de varias décadas, sigan vigentes en las dos zonas de influencia económico a ambos lados del Atlántico, pero también es contrastable que las distancias cuantitativa y las diferencias cualitativas se han ido reduciendo y probablemente la banca europea se va asemejando cada vez más al modelo general de banca norteamericana.
2. También se hace mención a que en la ciudadanía española ha estado muy presente un alto grado de desconocimiento de los productos financieros y un bajo nivel de cultura financiera fuertemente generalizado. No obstante, las cifras que aparecen en la tabla 1 podrían ser indicativas de que “algo está cambiando”, debido especialmente a ese trasvase de ahorro y riqueza ubicada en depósitos bancarios hacia otros productos donde el binomio rentabilidad riesgo presenta unas mejores prestaciones. Si bien es cierto, que cabe hacerse la pregunta de si esas decisiones han sido tomadas por decisión de los clientes o inducidos por las entidades financieras, para mejorar la rentabilidad de los

clientes y los ingresos institucionales. En cualquier caso, sea por un motivo, por otro o por ambos a la vez, para ser algo positivo para la riqueza financiera de las familias.

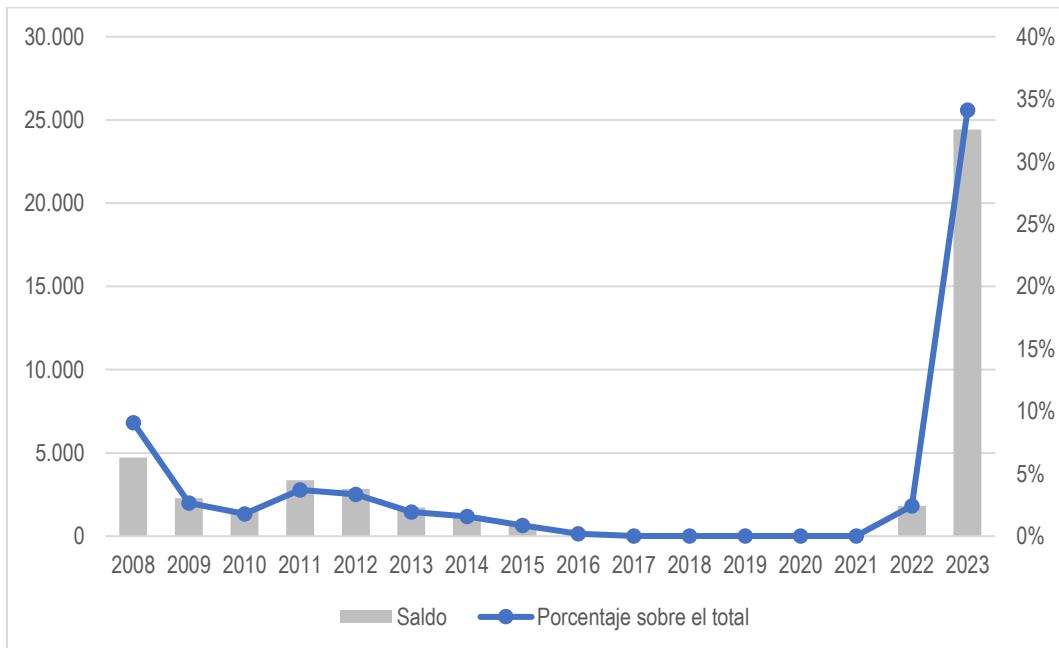
Al contrario de lo que hubiese podido esperarse en base a la experiencia de anteriores ciclos de subidas de tipos de interés, el alza de los tipos no ha reactivado la oferta de los depósitos a tipo y plazo fijo, y es que, como ya se ha analizado, las entidades no se han enzarzado en una batalla por la captación de saldos y de volúmenes, sino que la batalla se ha librado por la captación de clientes mediante ofertas muy atractivas pero únicamente por saldos transaccionales (limitando la cuantía remunerada) para posteriormente poder aplicar la venta cruzada de productos y maximizar la rentabilidad obtenida por cada uno de los clientes captados.

Al no existir dicha oferta, una parte de los ahorradores han buscado alternativas que presenten un bajo riesgo de impago y que doten a su patrimonio financiero de cierta rentabilidad.

En el siguiente gráfico se observa, por un lado, cómo ha evolucionado el saldo de Letras del Tesoro que poseen las personas físicas, destacando el incremento que ha vivido en 2023. Es en 2023 cuando se alcanzó un saldo de más de 24.000 millones de euros, lo que multiplica por más de 12 veces el saldo que poseían a cierre de 2022.

El gráfico nos muestra cómo durante los años en los que los tipos de interés estuvieron en el entorno del 0%, presentando en algunos años las Letras del Tesoro tipos de interés negativos, este tipo de activo no fue atractivo para el inversor particular si bien en la actualidad se ha convertido en una de las principales fuentes de rentabilidad para los inversores conservadores.

Gráfico 8. Evolución del volumen de Letras del Tesoro poseídas por personas físicas



En el eje de la derecha, y haciendo de nuevo hincapié en el abrupto incremento experimentado durante 2023 al calor de las subidas de tipos, vemos como el porcentaje de Letras de Tesoro que poseían las

personas físicas a cierre de 2023 se situaba en el 34,1%. Esto situaba a este tipo de inversor como el principal tenedor de Letras, por encima incluso de entidades de crédito residentes (13,9%) o de no residentes (23,1%).

Muchos de los clientes que han adquirido Letras del Tesoro lo han hecho a través de cuentas directas, bien sea a través de Internet o presencialmente en oficinas del Banco de España, sin la intermediación de entidades financieras, ya que algunos de dichos clientes al solicitar a las entidades de depósito una mejor retribución de sus depósitos y no obtener la respuesta deseada, han optado por adquirir Letras del Tesoro en el contexto de inversión altamente conservadora y al hacerlo directamente no han tenido que soportar comisiones o reducción del tipo de interés en favor de la entidad con la que habitualmente operaban como cliente de pasivo bancario.

Adicionalmente el incremento de compra/suscripción de Letras del Tesoro durante los años 2022 y 2023, incluso 2024, se debe a que durante el período 2016-2021 los tipos de interés de dichas emisiones fueron negativas, lo que hacía que el producto no tuviera atractivo alguno, ya que además quienes iban a subasta con petición no competitiva, no recibían ninguna adjudicación de Letra del Tesoro, pues por normativa se había decidido que si el precio medio de la emisión era superior a 100 (tipo de interés negativo) no se adjudicaban Letras del Tesoro a dichas peticiones.

En la tabla 2 se puede apreciar la evolución de emisiones de Letras del Tesoro a lo largo del período 2007-2024, donde resultar difícil efectuar análisis en base a los datos numéricos que en dicha tabla aparecen, si bien es posible que añadiendo aspectos cualitativos sea posible encontrar justificaciones a los volúmenes emitidos, a los tipos de interés implícitos en las Letras del Tesoro y los diferentes inversores que las han ido adquiriendo en diferentes momentos del período citado.

Tabla 2 – Emisiones de Letras del Tesoro: volúmenes, porcentaje sobre emisiones totales del Estado y rentabilidad de las Letras versus tipos de interés de las OPF del Banco Central Europeo

AÑOS	SALDO VIVO DE LETRAS DEL TESORO	DEUDA DEL ESTADO	PORCENTAJE LETRAS DEL TESORO SOBRE DEUDA TOTAL DEL ESTADO	RENTABILIDAD DE LAS LETRAS DEL TESORO % (1)	TIPO OFP DE INTERVENCIÓN BANCO CENTRAL EUROPEO % (2)
2007	25.355	307.168	8,25	4,113	4,00
2008	52.074	358.423	14,53	3,680	2,50
2009	85.512	475.402	17,99	1,031	1,00
2010	70.484	540.639	13,04	1,663	0,25
2011	68.639	592.090	11,59	3,158	0,75
2012	62.626	688.231	9,10	2,809	0,25
2013	80.045	760.256	10,53	1,225	0,05
2014	77.927	841.041	9,27	0,421	0,05
2015	82.436	889.019	9,27	0,080	0,00
2016	82.363	923.003	8,92	-0,143	0,00
2017	78.834	968.460	8,14	-0,339	0,00
2018	70.442	1.003.829	7,02	-0,366	0,00
2019	68.336	1.023.760	6,68	-0,404	0,00
2020	79.767	1.134.248	7,03	-0,349	0,00
2021	79.410	1.212.897	6,55	-0,547	0,00
2022	74.881	1.299.193	5,76	-0,617	2,50
2023	71.599	1.382.012	5,18	3,413	4,50
2024 (3)	73.395	1.447.907	5,07	3,234	3,40

Fuente: Tesoro Público del Reino de España y BCE. Cifras absolutas expresadas en millones de euros.

(1) = Tipos de interés medio del año. (2) Tipo de interés final de año. (3) Octubre 2024

Destaca que independientemente de la magnitud de los tipos de interés el saldo vivo en cifras absolutas se ha mantenido relativamente estable entre los años 2009 y 2024, aunque se puede observar que hay algunos años como 2018 y 2019 que las cifras experimentan cierto descenso debido sin duda a la existencia de tipos de interés negativos si bien el período de tipos negativos en las Letras del Tesoro se extendió entre los años 2016 y 2022, con tipos también negativos en parte de los años 2015 y 2023.

Se aprecia como el tipo de interés de las Letras del Tesoro está fuertemente correlacionado con los tipos de intervención de las Operaciones Principales de Financiación del Banco Central Europeo, que a su vez lo están con los tipos de interés del mercado interbancario a 3, 6, 9 y 12 meses. No obstante, al analizar los datos numéricos de la tabla, se pueden observar ciertas diferencias debido a que los tipos de las Letras del Tesoro son tipos medios anuales y los tipos de interés del BCE son de final de cada año.

También es relevante que a pesar de que en los años 2016 a 2022 los tipos de interés implícitos en las Letras del Tesoro fueron negativos, se mantuvieron las emisiones de dichos activos y su porcentaje en saldo vivo sobre la Deuda del Estado en cifras porcentuales entre el 5,76% y el 8,92%, mientras que en los años 2023 y 2024 dichos porcentajes han bajado a cifras cercanas al 5%, lo que pone de

manifesto que los particulares han adquirido más Letras del Tesoro pero los inversores institucionales han preferido posicionarse en Bonos y Obligaciones del Estado para garantizar una mayor rentabilidad por un período de tiempo más prolongado.

Otro de los activos financieros que ha sido utilizado como refugio entre los inversores más conservadores han sido los fondos de inversión monetarios, y los de renta fija de corta duración. Durante los años posteriores a la crisis financiera las entidades financieras fueron incorporándolos a las carteras de distintos inversores, y es que ante la imposibilidad de retribuir su ahorro por el entorno de tipos en el que se encontraban, este tipo de activos dotaba a los inversores de cierta rentabilidad y aportaba un ingreso extra a la línea de comisiones de las entidades.

Esta familiarización previa con el producto, ha permitido que sea una alternativa real a la retribución ofrecida anteriormente por los depósitos a plazo. En la tabla 3 se observa la evolución de las suscripciones netas, calculadas como suscripciones totales menos reembolsos, de este tipo de fondos de inversión.

Destaca el volumen de suscripciones netas que se ha alcanzado en 2023, siendo el más alto de la serie tanto en fondos monetarios como en los fondos de renta fija euro a corto plazo y casi cuadriplicando el segundo valor más alto de la serie.

Tabla 3. Evolución de las suscripciones netas en Fondos de Inversión

	Monetarios	Renta Fija Euro CP	Total
2014	-647	1,059	412
2015	-131	-5,790	-5,921
2016	1,392	2,072	3,464
2017	-2,246	132	-2,114
2018	-345	-2,077	-2,423
2019	-776	2,136	1,360
2020	797	-3,213	-2,416
2021	-87	1,382	1,295
2022	797	-1,544	-747
2023	5,047	7,649	12,696

De esta forma se observa como los inversores tradicionales no se han conformado, y han buscado nuevas fuentes de rentabilidad y diversificación a su patrimonio financiero ante la práctica desaparición de un producto tan arraigado a la cultura del ahorro en nuestro país como eran los depósitos a plazo.

Tabla 4. Evolución del patrimonio gestionado en fondos de inversión según vocaciones inversoras

TIPOLOGÍA DE FONDOS AGRUPADOS SEGÚN VOCACIÓN INVERSORA	AÑOS		
	2017	2020	2023
MONETARIOS	7.092.257	4.566.895	10.493.317
GARANTIZADOS Y RENTABILIDAD OBJETIVO	20.642.557	15.557.252	33.623.570
RENTA FIJA	60.688.989	73.041.768	117.536.030
GESTIÓN PASIVA E INDEXADOS	19.226.915	13.423.795	5.649.231
RENTA VARIABLE NACIONAL	6.116.506	3.285.534	3.105.335
RETORNO ABSOLUTO	17.065.553	9.686.115	6.667.769
RENTA VARIABLE MIXTA	22.494.575	30.271.765	24.290.134
RENTA FIJA MIXTA	42.601.831	42.942.472	31.830.488
GLOBALES	35.399.468	40.804.959	58.082.732
RENTA VARIABLE INTERNACIONAL	29.557.740	40.399.770	52.452.575
INVERSIÓN LIBRE	2.237.027	2.516.666	4.098.340
INVERSIÓN TOTAL EN FONDOS DE INVERSIÓN	263.123.418	276.496.991	347.829.521

Fuente: Inverco

Sin ánimo de finalizar este documento con un análisis exhaustivo de la evolución seguida por el patrimonio de los fondos de inversión entre 2017 y 2023, así como de las partidas clasificadas según su vocación inversora, ya que ello daría para un análisis de contenido muy superior al de este texto, sí que hemos considerado oportuno efectuar algunas menciones significativas al respecto en base al contenido de la tabla 4.

- Entre 2017 y 2023 el patrimonio gestionado por fondos de inversión registrados en la CNMV como fondos residentes en España ha crecido un 32,19%.
- Los fondos monetarios perdieron atractivo en el período 2017-2020 debido a la existencia de tipos de interés negativos en letras del tesoro y repos, con tipos próximos a cero en depósitos y mínimamente positivos en pagarés de empresa, si bien el repunte de los tipos de interés a partir de 2022 ha hecho de nuevo atractivos dichos fondos que entre 2002 y 2023 han crecido en patrimonio gestionado un 130%.
- La renta fija sigue siendo la inversión más relevante en fondos de inversión, con un crecimiento del 93,67% entre 2017 y 2023, sin contar el hecho de que dentro de múltiples vocaciones inversoras (mixtos, garantizados y globales) puede haber una presencia significativa de activos de renta fija, bien sea de deuda pública o de renta fija corporativa.
- Los fondos garantizados y fondos de rentabilidad objetivo experimentaron un descenso importante en la época de tipos de interés negativos, pero en la medida que los tipos han experimentado una subida, han vuelto a aparecer como estrategia comercial para inversores conservadores, bien sea en modalidades de renta fija, renta variable o parcialmente garantizados. El incremento patrimonial entre 2020 y 2023 ha sido del 116%.
- La partida de fondos globales, que son aquellos que pueden invertir en zonas geográficas combinadas diversas o simplemente son fondos de inversión discrecional donde el gestor en cada momento escoge el tipo de activos en los que invierte, ha crecido un 80% entre 2017 y 2023.
- En productos mixtos es donde se produce el estancamiento más importante y en renta variable nacional la cifra, que ya era reducida, todavía ha caído patrimonialmente, como consecuencia

de que los inversores cada vez contemplan con más agrado la inversión en renta variable internacional y muy especialmente en mercados norteamericanos, en detrimento de la inversión en acciones españolas e incluso europeas, por entender que tiene más lógico contemplar la canalización de las inversiones de zonas geográficas más reducidas a zonas económicas con mayores expectativas de crecimiento económico y de riqueza empresarial. El crecimiento de los fondos de renta variable internacional en patrimonio gestionado es un 77,46% entre 2017 y 2023.

- Por último, merece la pena destacar que los fondos de inversión libre (FIL) y los fondos de fondos de inversión libre (IIC de IICIL), que de forma simplificada y coloquial podríamos denominar "*hedging funds* a la española", no terminan de alcanzar patrimonios significativos, pues escasamente se ubican en el 1,2% del patrimonio total de fondos de inversión.

Conclusiones

La rápida subida de tipos de interés acaecida tras un entorno de tipos inusualmente bajos y nunca visto en la historia de la política monetaria europea, hace que nos encontremos ante un terreno inexplorado para los diferentes agentes de mercado.

En los próximos años, las entidades financieras, que prepararon sus balances y estructuras durante los años posteriores a la crisis financiera, tratarán de mantener la rentabilidad en niveles de doble dígito como los que alcanzaron en 2022 y 2023 si bien deberán hacerlo con un entorno de tipos y unas condiciones de mercado sensiblemente diferentes de las que les permitieron llegar a esas ratios. Tratarán de conjugar una rentabilidad sostenible, con una remuneración de depósitos contenida y manteniendo unos niveles de liquidez y capitalización suficientes, lo que requerirá por su parte de una estrategia adecuada y un esfuerzo importante.

Los inversores deberán seguir rebalanceando sus carteras ante las decisiones de los Bancos Centrales en materia de política monetaria y las actuaciones de las entidades financieras en lo que a remuneración de pasivo se refiere. Tras el periodo vivido, el aprendizaje les ha llevado a ampliar su abanico de en aras de la búsqueda de rentabilidad, lo que seguro les es de utilidad a la hora de gestionar su patrimonio financiero sin una dependencia excesiva de las entidades financieras.