Inversions financeres a Espanya: impacte de la inestabilitat en els mercats

Document de treball 05/2012

Juliol del 2012

Estudis i Anàlisi Econòmica

www.laCaixa.es/estudis

Inmaculada Martínez Carrascal
Economista
Departament d'Anàlisi Econòmica
inmaculada.martinez@lacaixa.com

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La **Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona** no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona, 2012

© Inmaculada Martínez Carrascal

Resum

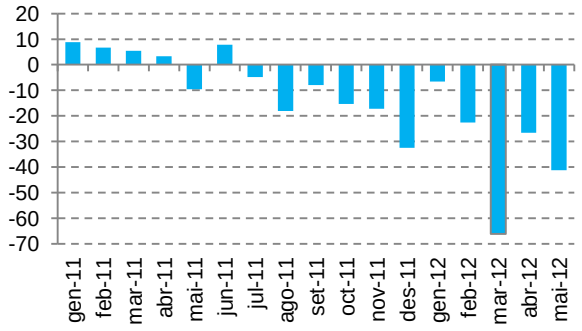
- El compte financer de la balança de pagaments de l'economia espanyola mostra una sortida de fons de 259.000 milions d'euros durant el període juliol 2011 - maig 2012 per al conjunt d'institucions financeres, resta de sector privat i AAPP.
- La sortida de fons es concentra en les institucions financeres, i es deu fonamentalment a la reducció dels dipòsits, títols de deute i repos que hi manté la resta del món. Aquesta disminució respon al tancament dels mercats majoristes de deute i interbancari, que dificulta el finançament normal de les entitats.
- Les entitats financeres estan substituint aquests fons majoristes estrangers pel recurs al Banc Central Europeu, el qual que no es podrà reduir fins que retorni la normalitat als mercats de deute i interbancari.
- En canvi, les dades no avalen la hipòtesi que el finançament del Banc Central Europeu s'estigui utilitzant per cobrir una sortida massiva de dipòsits de residents.
- Les AAPP també pateixen una sortida de fons per la reducció de la inversió estrangera en deute públic espanyol.
- La sortida de fons del país de la resta del sector privat (famílies i empreses principalment) va ser molt reduïda fins a l'abril, però els canvis normatius i en el context competitiu durant la segona meitat del 2011 van tenir un impacte important en la composició dels seus actius financers.
- Les famílies van augmentar un 80% les seves tinences de deute públic, fins als 20.000 MM€, el màxim de la sèrie històrica. També van augmentar la seva inversió en les institucions financeres del país, reduint el seu volum de dipòsits i augmentant la seva inversió en títols de deute i accions de les entitats espanyoles. En canvi, van desinvertir 10.900 MM€ a la resta del món.
- Les empreses van realitzar una inversió neta de 6.200 MM€ a l'exterior durant el període juliol 2011 - març 2012, que es va concentrar en el segon semestre de l'any. La seva desinversió al país es va concentrar en les institucions financeres, si bé durant el primer trimestre de l'any la seva inversió neta en aquest sector va tornar a ser positiva (7.000 MM€).
- La caiguda observada en la xifra de dipòsits totals de les institucions no separar paraula financeres s'explica majoritàriament per la caiguda dels dipòsits de no residents, que inclouen el finançament interbancari de l'exterior.
- En el cas dels dipòsits d'empreses i famílies residents a Espanya, els mesos de màxima caiguda en els dipòsits van coincidir amb augments d'inversió en valors de renda fixa (pagarés).

La incertesa pot haver generat canvis en les inversions i sortida de fons d'Espanya

Els dubtes sobre la solvència d'Espanya i del seu sistema financer es van intensificar durant la segona meitat del 2011, i van assolir nivells màxims el 2012. Això ha generat inquietud sobre la possible sortida de fons del país. El compte financer de la balança de pagaments de l'economia espanyola mostra una sortida neta de 259.000 MM de € des del juliol del 2011 (excloent-ne el finançament rebut a través del Banc d'Espanya), i es troba aparentment en línia amb aquesta hipòtesi.

El saldo del compte financer de la balança de pagaments mostra una sortida de fons

Compte financer de l'economia espanyola, excloent-ne el Banc d'Espanya. Milers de milions d'euros



Compte financer: Variació neta de passius menys variació neta d'actius respecte a la resta del món.
Font: Banc d'Espanya

D'altra banda, més enllà de la possible sortida de fons del país, en els darrers mesos s'han produït canvis normatius i en la situació de mercat que han pogut afectar la composició de la cartera d'actius financers dels diversos agents que inverteixen en l'economia espanyola.

Així, l'augment de les tensions al voltant del deute públic va provocar que el Tresor hagués d'oferir elevades remuneracions per cobrir les seves emissions. Això va poder atreure fons d'inversors particulars tradicionalment invertits en el sector financer, el qual podria haver vist reduïda la seva base de finançament minorista.

D'altra banda, la competència per la captació de dipòsits, que persistia amb diferent intensitat des del 2010, es traduïa en remuneracions situades permanentment per damunt de l'euríbor, i amenaçava la sostenibilitat del sistema financer a mitjà termini. Amb l'objectiu de contenir el cost d'aquest producte, el Reial Decret Llei 771/2011, de juliol del 2011, va establir penalitzacions per als dipòsits d'alta remuneració. En un context de necessitat de liquiditat, aquest canvi normatiu va afavorir que s'oferissin rendibilitats elevades a través de productes d'estalvi alternatius, com els pagarés.

Els comptes trimestrals de l'economia espanyola proporcionen informació sobre els actius i passius a Espanya i a l'exterior dels agents residents al país (famílies, empreses, sector públic i financer). També de les inversions i passius de la resta del món a/amb Espanya. Amb ells podem analitzar en quins agents s'ha produït la sortida de fons, i també si ha canviat la composició de les inversions. L'inconvenient d'aquests comptes és que estan disponibles només fins al març.

El compte financer de la balança de pagaments ens informa de l'entrada o sortida neta de fons del país i es troba disponible de manera més actualitzada (fins al maig del 2012). Amb ell no podem determinar la composició de la inversió dins del país, però sí si s'han produït sortides de fons cap a l'exterior, que és la principal font de preocupació.

En primer lloc, analitzarem amb el compte financer de la balança de pagaments fins a quin punt la sortida de capitals és alarmant, i en quins agents es concentra. Més endavant, amb els comptes financers trimestrals determinarem l'impacte dels canvis normatius i de mercat en la composició de la inversió a Espanya durant el període de màxima inestabilitat (des del juliol del 2011 fins al març del 2012).

L'anàlisi dels fluxos de sortida a través del compte financer

El compte financer de la balança de pagaments mostra una constant sortida de fons de l'economia espanyola (conjunt d'institucions financeres, resta de sector privat, i sector públic) des del juliol del 2011. Aquests fluxos s'han intensificat en els darrers mesos, de manera que els mesos d'abril i maig s'ha observat una sortida neta de 27.000 i 41.000 MM€, respectivament. Algunes consideracions sobre aquesta font permeten entendre millor la sortida i evitar conclusions alarmants.

El compte financer mostra la variació neta de passius (que generen una entrada de fons en l'economia) i la variació neta d'actius (que generen una sortida de fons) respecte a la resta del món.

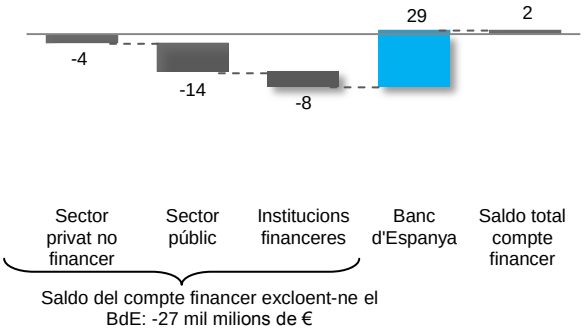
Així, el procés de despalanquejament de l'economia espanyola és coherent amb una certa sortida de capital, que s'ha de produir a mesura que es redueix el nivell d'endeutament agregat amb l'exterior i es retornen els passius contrets.

La sortida també es pot produir per un augment de les inversions a l'exterior dels agents residents a Espanya. En aquest cas, fons que estaven invertits a Espanya passen a invertir-se a l'estranger, i és aquest flux de sortida el que centra les preocupacions.

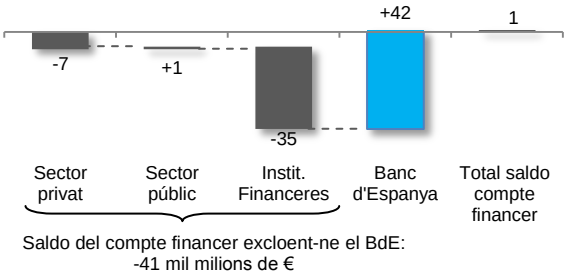
Analitzant el saldo del compte financer per agents, observem que la sortida es concentra en les institucions financeres, i en el sector públic, però que l'import agregat de sortida per al sector privat resident (empreses i famílies i institucions financeres no monetàries) ha estat molt reduït durant aquests mesos. Com a exemple, es mostra el desglossament per a abril i maig, el patró dels quals és similar al que s'observa en la resta de mesos des de l'inici de les turbulències.

La sortida de fons es concentra en el sector públic i les institucions financeres

Compte financer de l'economia espanyola, Abril 2012. Milers de milions d'euros



Compte financer de l'economia espanyola, Maig 2012. Milers de milions d'euros



Font: Banc d'Espanya

Si a més analitzem per separat la importància en la sortida de fons de la reducció en el finançament rebut de la resta del món, i de l'augment de les inversions espanyoles a l'exterior, comprovem que el primer factor és el que determina el signe de la balança de pagaments.

La reducció del finançament estranger en el sector públic i financer espanyol és coneguda. La desconfiança envers el país fa que no es renovin les emissions de deute que van vencent, i la seva devolució genera un flux de sortida cap a l'exterior.

En el cas de les institucions financeres espanyoles, els mercats majoristes de finançament continuen pràcticament tancats, així com l'intercanvi bancari. Tant la inversió en cartera (valors) com l'epígraf "Altres inversions", que recull préstecs, dipòsits i cessions temporals, mostren una desinversió de la resta del món en les institucions financeres espanyoles (4.400 i 5.900 MM€ respectivament a l'abril, i 8.100 i 15.400 MM€ al maig). El finançament necessari per compensar el retorn del deute/dipòsits no renovats i obtenir liquiditat preventiva s'obté del Banc Central Europeu, i s'instrumenta a través del Banc d'Espanya. Això explica el signe positiu del compte financer per a aquest agent.

La balança de pagaments no mostra una sortida massiva de fons minoristes cap a l'exterior. El flux de sortida de la resta del sector privat resident respon principalment a una reducció del finançament obtingut de l'exterior i no pas a un augment de les seves inversions a l'exterior. A més, dins del sector privat no financer, s'hi inclouen les institucions financeres no monetàries, els fluxos d'inversió/desinversió de les quals al país poden ser de signe diferent del d'empreses i famílies.

Hi ha una retirada significativa de dipòsits del sector financer?

Respecte a la inversió del sector privat resident en el sector financer espanyol, a vegades s'interpreta amb preocupació la caiguda en l'import dels dipòsits que s'ha produït en els darrers mesos, ja que es considera que pot ser indicatiu d'una fuga de fons del país de famílies i empreses residents a Espanya.

Com hem analitzat, l'absència d'augments significatius en les inversions netes d'aquests agents a l'exterior contradiu aquesta hipòtesi. En canvi, el que sí que ha reduït significativament la base de dipòsits és la caiguda dels dipòsits de no residents en les institucions financeres espanyoles.

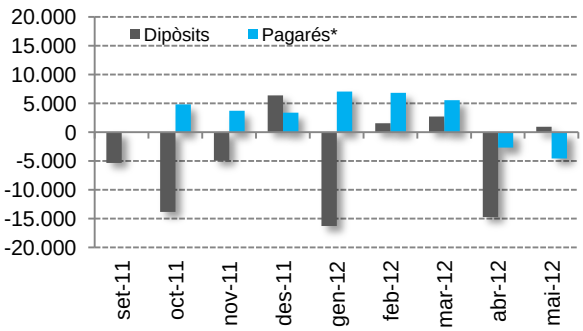
A més, una anàlisi conjunta dels dipòsits i pagarés d'empreses i famílies mostra que en gran part el que s'ha produït és una substitució entre els dos productes. Per tal d'evitar la penalització als dipòsits d'alta remuneració, les entitats han estat més agressives en la comercialització d'aquests títols de deute, i els mesos de gran caiguda en l'import de dipòsits coincideixen amb un important augment dels pagarés. A l'octubre, gener i abril, la inversió

en pagarés no és suficient per compensar la caiguda dels dipòsits, però aquests són mesos en què tradicionalment es redueix la base de dipòsits del sistema.

A més, el context macroeconòmic pot haver provocat una reducció de la capacitat d'estalvi de famílies i empreses, i n'hi ha que poden haver cancel·lat anticipadament part dels seus deutes a causa del clima d'incertesa. Addicionalment, part dels recursos minoristes invertits tradicionalment en el sector financer es poden haver destinat a invertir en bons i lletres del Tresor, que durant aquests mesos han ofert atractives rendibilitats. Tots aquests factors explicarien una reducció en la base de dipòsits del sistema, sense que s'hagi produït una sortida gaire significativa de fons del país fins ara.

Gran part de les caigudes de dipòsits d'empreses i famílies en institucions financeres són compensades per augments en el saldo de pagarés

Dipòsits (vista+termini) i estimació de pagarés de famílies i empreses. Variació mensual, milions d'euros



* Increment del saldo en pagarés a 3, 6 i 12 mesos respecte als mateixos mesos de l'any anterior.
Font: Banc d'Espanya, estimació pròpia

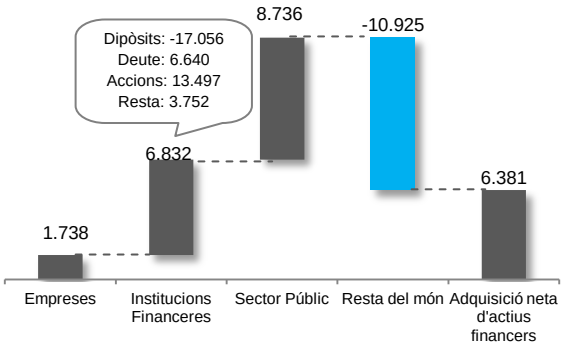
En tot cas, la situació d'inestabilitat arran de la nacionalització de BFA i l'augment de la prima de risc obliga a ser prudent a l'hora de valorar quina podria estar sent l'evolució dels dipòsits d'aquests agents en els mesos posteriors (juny-juliol). En aquest sentit, la banca espanyola està actuant de manera preventiva: va emetre 35.000 MM€ de deute al juny, que ha retingut en balanç, amb l'objectiu de poder-la utilitzar com a col·lateral i obtenir finançament del BCE en cas que sigui necessari.

Canvis en les decisions d'inversió de famílies, empreses i resta del món

Tres agents componen el gruix de la inversió al nostre país: famílies, empreses i resta del món. Centrem l'anàlisi dels seus fluxos d'inversió des del tercer trimestre del 2011, període en el qual es van accentuar les tensions del deute sobirà i del sistema financer, fins al març del 2012, última data disponible.

Les famílies van augmentar la seva inversió en AAPP i institucions financeres del país

Adquisició neta d'actius financers. Famílies i institucions sense ànim de lucre. Juliol 2011 - març 2012, milions d'euros



Font: Banc d'Espanya,

Les famílies van canviar significativament les seves inversions durant la segona meitat del 2011, però no van desinvertir al país. Al contrari, la seva desinversió a la resta del món (principalment en dipòsits i accions, de 4.200 i 4.900 MM€ respectivament) va servir per finançar la seva inversió neta en el sector públic i el sector financer espanyol.

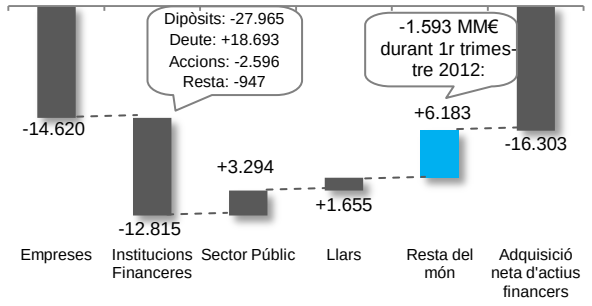
Un dels aspectes més destacables de l'evolució dels actius financers de famílies i institucions sense finalitats de lucre durant tot el 2011 (i també en el semestre analitzat) va ser l'increment en les seves tinences de deute públic. Van augmentar un 84% durant l'any, fins a arribar a una inversió total de 20.000 MM€, el màxim de la sèrie històrica.

D'altra banda, malgrat que les famílies van poder traspassar certs fons del sector financer al sector públic com a conseqüència de l'augment de la rendibilitat del deute públic, la seva inversió neta en el sector financer també va ser positiva durant aquest període. Els seus dipòsits van disminuir, però la desinversió no es va destinar a invertir a l'exterior, sinó a la compra de títols de deute i accions de les mateixes entitats.

Així, el Reial Decret Llei esmentat va incentivar el transvasament de part de la inversió en dipòsits a títols de deute (pagarés) i les famílies van fer una inversió neta de 6.600 MM€ en aquest producte durant el període analitzat. A més, l'adquisició neta d'accions durant aquest període va ser molt significativa, i és un reflex de la participació que van tenir en les sortides a borsa de CaixaBank, Bankia i Banca Cívica, i del bescanvi de preferents per accions.

Les empreses van desinvertir al país i van augmentar la seva inversió a la resta del món

Adquisició neta d'actius financers. Societats no financeres. Juliol 2011 - març 2012, milions d'euros



Font: Banc d'Espanya,

Les empreses, en canvi, sí que van traspassar part dels seus actius a la resta del món. Les entitats financeres del país van ser les més afectades pels canvis en la composició de les seves inversions. Van perdre finançament empresarial per un valor de 12.800 MM€, principalment en forma de dipòsits i accions. El flux de sortida es va concentrar en el segon semestre de l'any (durant el primer trimestre del 2012, aquestes institucions van augmentar la seva inversió en 7.000 MM€, principalment en forma de pagarés).

Tal com va passar amb les famílies, gran part de la desinversió en dipòsits de les societats no financeres (28.000 MM€) es va compensar amb una inversió en títols de deute (19.000 MM€).

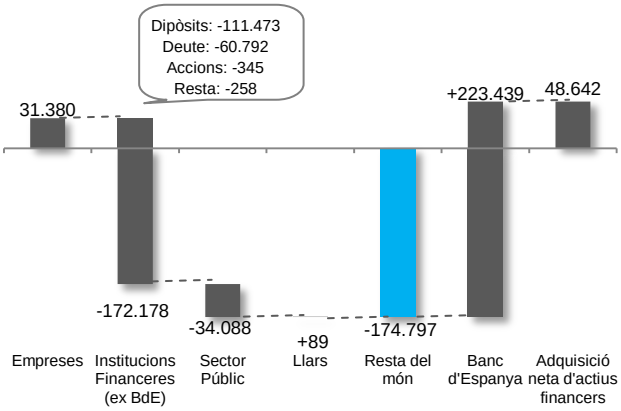
A més, les empreses espanyoles van augmentar la seva inversió en el sector públic. És possible que les elevades remuneracions de bons i lletres del Tresor originessin un cert transvasament de fons invertits en dipòsits del sector financer a títols de deute públic.

De l'import d'inversió neta a l'exterior de les empreses espanyoles durant el període analitzat (6.200 MM€), una part important (5.100 MM€) es va invertir en dipòsits. Podria ser, doncs, reflex d'inquietud i de recerca de més seguretat a l'estranger, mentre que un altre petit import (600 MM€) podria recollir finançament a filials estrangeres.

Així doncs, considerant el flux d'inversió net cap a l'exterior d'empreses i famílies espanyoles des del tercer trimestre del 2011, podem comprovar que es va produir únicament en les empreses i que va ser d'un import bastant limitat (6.200 MM€). Tal com s'ha analitzat, les dades de la balança de pagaments fins al maig semblen confirmar aquesta tendència, i la sortida de fons per a aquests agents continua sent reduïda.

La desinversió de la resta del món en institucions financeres del país determina la sortida de fons d'Espanya

Adquisició neta d'actius financers d'Espanya. Resta del món. Juliol 2011 - març 2012, milions d'euros



Font: Banc d'Espanya,

Les dades del compte financer confirmen que la desinversió de la resta del món explica gran part de la sortida de fons durant el període analitzat. La desinversió estrangera, com vèiem en les dades de la balança de pagaments, es va concentrar en les institucions financeres (-172.178 MM€) i, en menys mesura, en el sector públic (-34.088 MM€).

Com comentàvem més amunt, la reducció del finançament exterior de les institucions financeres es deu al tancament del mercat interbancari i els mercats majoristes de finançament. Com que no es podien renovar les emissions que van vèncer, el retorn dels passius es va reflectir en una sortida de fons cap a l'exterior, que va ser compensada pel finançament rebut del BCE.

Si s'hagués produït una sortida important de fons d'empreses i famílies a l'exterior, el finançament rebut del BCE (a través del Banc d'Espanya) per cobrir-la hauria de ser molt superior a la desinversió de la resta del món en les entitats financeres i el sector públic espanyol. Observem que no va ser així: el finançament del BCE va cobrir bàsicament la sortida de fons estrangers. A més, part d'aquest finançament es pot estar utilitzant per motius preventius i no pas per cobrir sortida de fons de residents.

Així doncs, les dades dels comptes trimestrals i la balança de pagaments indiquen que fins al maig del 2012 no s'ha produït una sortida massiva de fons de residents a Espanya cap a l'exterior. El saldo negatiu de la balança de pagaments respon fonamentalment a la desinversió estrangera en el sector públic i financer. Tot i així, el repunt de la inestabilitat en els darrers mesos obliga a ser prudent abans d'extrapolar aquesta tendència a mesos posteriors.