

Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados

Documento de trabajo 05/2012

Julio de 2012



Estudios y Análisis Económico

www.laCaixa.es/estudios

Inmaculada Martínez Carrascal
Economista

Departamento de Análisis Económico
inmaculada.martinez@lacaixa.com

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La **Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona** no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, 2012

© Inmaculada Martínez Carrascal

Resumen

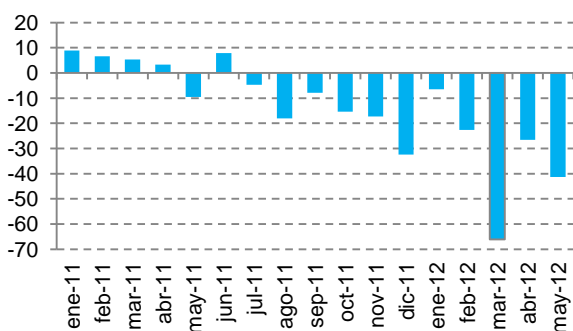
- La cuenta financiera de la balanza de pagos de la economía española muestra una salida de fondos de 259.000 millones de euros durante el periodo julio 2011- mayo 2012 para el conjunto de instituciones financieras, resto de sector privado y AAPP.
- La salida de fondos se concentra en las instituciones financieras, y se debe fundamentalmente a la reducción de los depósitos, títulos de deuda y repos que el resto del mundo mantiene en ellas. Esta disminución responde al cierre de los mercados mayoristas de deuda e interbancario, que dificulta la financiación normal de las entidades.
- Las entidades financieras están sustituyendo estos fondos mayoristas extranjeros por el recurso al Banco Central Europeo, que no podrá reducirse hasta que retorne la normalidad a los mercados de deuda e interbancario.
- En cambio, los datos no avalan la hipótesis de que la financiación del Banco Central Europeo se esté utilizando para cubrir una salida masiva de depósitos de residentes.
- Las AAPP también sufren una salida de fondos por la reducción de la inversión extranjera en deuda pública española.
- La salida de fondos del país del resto del sector privado (familias y empresas principalmente) fue muy reducida hasta abril, pero los cambios normativos y en el contexto competitivo durante la segunda mitad de 2011 tuvieron un impacto importante en la composición de sus activos financieros.
- Las familias aumentaron un 80% sus tenencias de deuda pública, hasta los 20.000 MM€, el máximo de la serie histórica. También aumentaron su inversión en las instituciones financieras del país, reduciendo su volumen de depósitos y aumentando su inversión en títulos de deuda y acciones de las entidades españolas. En cambio, desinvirtieron 10.900 MM€ en el resto del mundo.
- Las empresas realizaron una inversión neta de 6.200 MM€ en el exterior durante el periodo julio 2011- marzo 2012, que se concentró en el segundo semestre del año. Su desinversión en el país se concentró en las instituciones financieras, si bien durante el primer trimestre del año su inversión neta en este sector volvió a ser positiva (7.000 MM€).
- La caída observada en la cifra de depósitos totales de las instituciones financieras se explica mayoritariamente por la caída de los depósitos de no residentes, que incluyen la financiación interbancaria del exterior.
- En el caso de los depósitos de empresas y familias residentes en España los meses de mayor caída en los depósitos coincidieron con aumentos de inversión en valores de renta fija (pagarés).

La incertidumbre puede haber generado cambios en las inversiones y salida de fondos de España

Las dudas sobre la solvencia de España y de su sistema financiero se intensificaron durante la segunda mitad de 2011, alcanzando niveles máximos en 2012. Ello ha generado inquietud sobre la posible salida de fondos del país. La cuenta financiera de la balanza de pagos de la economía española muestra una salida neta de 259.000 MM de € desde julio de 2011 (excluyendo la financiación recibida a través del Banco de España), y está aparentemente en línea con esta hipótesis.

El saldo de la cuenta financiera de la balanza de pagos muestra una salida de fondos

Cuenta financiera de la economía española, excluyendo al Banco de España. Miles de millones de euros



Cuenta financiera: Variación neta de pasivos menos variación neta de activos respecto al resto del mundo.

Fuente: Banco de España

Por otro lado, más allá de la posible salida de fondos del país, en los últimos meses se han producido cambios normativos y en la situación de mercado que han podido afectar a la composición de la cartera de activos financieros de los distintos agentes que invierten en la economía española.

Así, el aumento de las tensiones en torno a la deuda pública provocó que el Tesoro tuviera que ofrecer elevadas remuneraciones para cubrir sus emisiones. Ello pudo atraer fondos de inversores particulares tradicionalmente invertidos en el sector financiero, que podría haber visto reducida su base de financiación minorista.

Por otro lado, la competencia por la captación de depósitos, que persistía con distinta intensidad desde 2010, se traducía en remuneraciones permanentemente por encima del euríbor, y amenazaba la sostenibilidad del sistema financiero a medio plazo. Con el objetivo de contener el coste de este producto, el Real Decreto Ley 771/2011, de julio de 2011, estableció penalizaciones para los depósitos

de alta remuneración. En un contexto de necesidad de liquidez, este cambio normativo favoreció que rentabilidades elevadas se ofreciesen a través de productos de ahorro alternativos, como los pagarés.

Las cuentas trimestrales de la economía española proporcionan información sobre los activos y pasivos en España y en el exterior de los agentes residentes en el país (familias, empresas, sector público y financiero). También de las inversiones y pasivos del resto del mundo en/con España. Con ellas podemos analizar en qué agentes se ha producido la salida de fondos, y también si ha cambiado la composición de las inversiones. El inconveniente de estas cuentas es que están disponibles sólo hasta marzo.

La cuenta financiera de la balanza de pagos nos informa de la entrada o salida neta de fondos del país y se encuentra disponible de forma más actualizada (hasta mayo de 2012). Con ella no podemos determinar la composición de la inversión dentro del país, pero sí si se han producido salidas de fondos hacia el exterior, que es la mayor fuente de preocupación.

En primer lugar analizaremos con la cuenta financiera de la balanza de pagos hasta qué punto la salida de capitales es alarmante, y en qué agentes se concentra. Más adelante, con las cuentas financieras trimestrales determinaremos el impacto de los cambios normativos y de mercado en la composición de la inversión en España durante el periodo de mayor inestabilidad (desde julio de 2011 hasta marzo de 2012)

El análisis de los flujos de salida a través de la cuenta financiera

La cuenta financiera de la balanza de pagos muestra una constante salida de fondos de la economía española (conjunto de instituciones financieras, resto de sector privado, y sector público) desde julio de 2011. Estos flujos se han intensificado en los últimos meses, observándose en abril y mayo una salida neta de 27.000 y 41.000 MM € respectivamente. Algunas consideraciones sobre esta fuente permiten entender mejor la salida y evitar conclusiones alarmantes.

La cuenta financiera muestra la variación neta de pasivos (que generan una entrada de fondos en la economía) y la variación neta de activos (que generan una salida de fondos) respecto al resto del mundo.

Así, el proceso de desapalancamiento de la economía española es coherente con cierta salida de capital, que debe producirse a medida que se re-

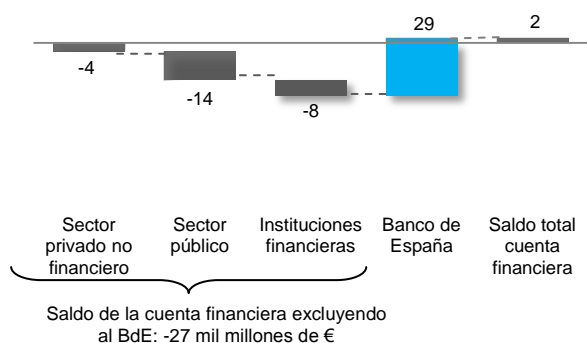
duce el nivel de endeudamiento agregado con el exterior y se retornan los pasivos contraídos.

La salida también puede producirse por un aumento de las inversiones de los agentes residentes en España en el exterior. En este caso fondos que estaban invertidos en España pasan a invertirse en el extranjero, siendo este flujo de salida el que centra las preocupaciones.

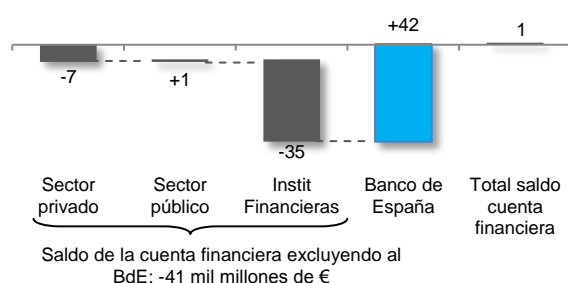
Analizando el saldo de la cuenta financiera por agentes observamos que la salida se concentra en las instituciones financieras, y en el sector público, pero que el importe agregado de salida para el sector privado residente (empresas y familias y instituciones financieras no monetarias) ha sido muy reducido durante estos meses. Como ejemplo, se muestra el desglose para abril y mayo, cuyo patrón es similar al observado en el resto de meses desde el inicio de las turbulencias.

La salida de fondos se concentra en el sector público y las instituciones financieras

Cuenta financiera de la economía española, Abril 2012 Miles de millones de euros



Cuenta financiera de la economía española, Mayo 2012 Miles de millones de euros



Fuente: Banco de España

Si además analizamos por separado la importancia en la salida de fondos de la reducción en la financiación recibida del resto del mundo, y del aumento de las inversiones españolas en el exterior, com-

probamos que el primer factor es el que determina el signo de la balanza de pagos.

La reducción de la financiación extranjera en el sector público y financiero español es conocida. La desconfianza en torno al país provoca que no se renueven las emisiones de deuda que van venciendo, y su devolución genera un flujo de salida hacia el exterior.

En el caso de las instituciones financieras españolas, los mercados mayoristas de financiación continúan prácticamente cerrados, así como el interbancario. Tanto la inversión en cartera (valores) como el epígrafe "Otras inversiones", que recoge préstamos, depósitos y cesiones temporales, muestran una desinversión del resto del mundo en las instituciones financieras españolas (4.400 MM€ y 5.900 MM€ respectivamente en abril, y 8.100 MM€ y 15.400 MM€ en mayo). La financiación necesaria para compensar el retorno de la deuda/depositos no renovados y obtener liquidez preventiva se obtiene del Banco Central Europeo, y se instrumenta a través del Banco de España. Ello explica el signo positivo de la cuenta financiera para este agente.

La balanza de pagos no muestra una salida masiva de fondos minoristas al extranjero. El flujo de salida del resto del sector privado residente responde principalmente a una reducción de la financiación obtenida del exterior y no a un aumento de sus inversiones en el exterior. Además, dentro del sector privado no financiero se incluyen las instituciones financieras no monetarias, cuyos flujos de inversión/desinversión en el país pueden ser de signo distinto al de empresas y familias.

¿Existe una retirada significativa de depósitos del sector financiero?

Respecto a la inversión del sector privado residente en el sector financiero español, en ocasiones se interpreta con preocupación la caída en el importe de los depósitos que se ha producido en los últimos meses, considerando que puede ser indicativo de una fuga de fondos del país de familias y empresas residentes en España.

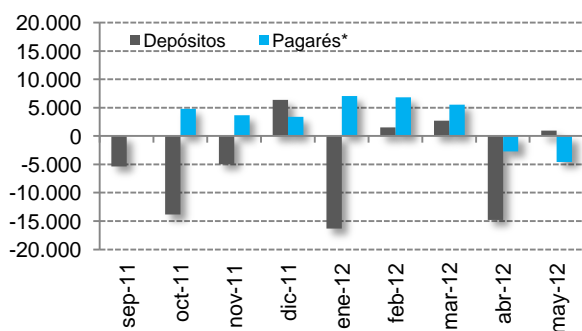
Como hemos analizado, la ausencia de aumentos significativos en las inversiones netas de estos agentes en el exterior contradice esta hipótesis. En cambio, lo que sí ha reducido significativamente la base de depósitos es la caída de los depósitos de no residentes en las instituciones financieras españolas.

Además, un análisis conjunto de los depósitos y pagarés de empresas y familias muestra que en gran parte lo que se ha producido es una sustitución entre ambos productos. Con el fin de evitar la penalización a los depósitos de alta remuneración, las entidades han sido más agresivas en la comercialización de estos títulos de deuda, y los meses de gran caída en el importe de depósitos coinciden con un importante aumento de los pagarés. En octubre enero y abril la inversión en pagarés no es suficiente para compensar la caída de los depósitos, pero estos son meses en los que tradicionalmente se reduce la base de depósitos del sistema.

Además, el contexto macroeconómico puede haber provocado una reducción de la capacidad de ahorro de familias y empresas, y algunos de ellos pueden haber cancelado anticipadamente parte de sus deudas debido al clima de incertidumbre. Adicionalmente, parte de los recursos minoristas invertidos tradicionalmente en el sector financiero pueden haberse destinado a invertir en bonos y letras del Tesoro, que durante estos meses han ofrecido atractivas rentabilidades. Todos estos factores explicarían una reducción en la base de depósitos del sistema sin que se haya producido una salida muy significativa de fondos del país hasta la fecha.

Gran parte de las caídas de depósitos de empresas y familias en instituciones financieras son compensadas por aumentos en el saldo de pagarés

Depósitos (vista+plazo) y estimación de pagarés de familias y empresas. Variación mensual, millones de euros



* Incremento del saldo en pagarés a 3, 6 y 12 meses respecto a los mismos meses del año anterior.
Fuente: Banco de España, estimación propia

En cualquier caso, la situación de inestabilidad tras la nacionalización de BFA y el aumento de la prima de riesgo obliga a ser prudente al valorar cuál podría estar siendo la evolución de los depósitos de estos agentes en los meses posteriores (junio-julio). En este sentido, la banca española está actuando de forma preventiva: emitió 35.000 MM€ de deuda en junio que ha retenido en balance, con el

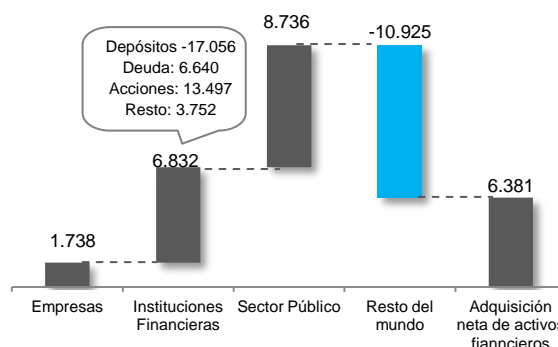
objetivo de poder utilizarla como colateral y obtener financiación del BCE en caso necesario.

Cambios en las decisiones de inversión de familias, empresas y resto del mundo

Tres agentes componen el grueso de la inversión en nuestro país: familias, empresas y resto del mundo. Centramos el análisis de sus flujos de inversión desde el tercer trimestre de 2011, periodo en el que se acentuaron las tensiones de la deuda soberana y del sistema financiero, hasta marzo de 2012, última fecha disponible.

Las familias aumentaron su inversión en Administraciones Públicas e Instituciones Financieras del país

Adquisición neta de activos financieros. Familias e instituciones sin ánimo de lucro. Julio 2011-Marzo 2012, millones de euros



Fuente: Banco de España,

Las familias cambiaron significativamente sus inversiones durante la segunda mitad del 2011, pero no desinvertieron en el país. Al contrario, su desinversión en el resto del mundo (principalmente en depósitos y acciones, de 4.200 y 4.900 MM € respectivamente) sirvió para financiar su inversión neta en el sector público y el sector financiero español.

Uno de los aspectos más destacables de la evolución de los activos financieros de familias e instituciones sin fines de lucro durante todo el 2011 (y también en el semestre analizado) fue el incremento en sus tenencias de deuda pública. Aumentaron un 84% en el año, hasta alcanzar una inversión total de 20.000 MM €, el máximo de la serie histórica.

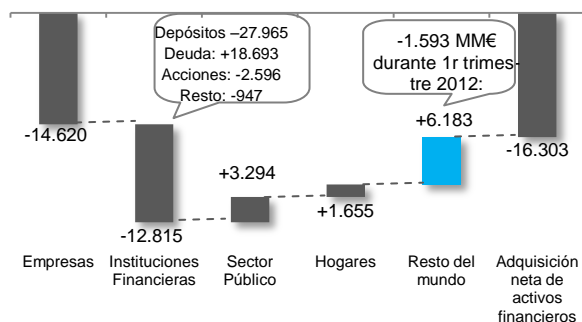
Por otro lado, pese a que las familias pudieron traspasar ciertos fondos del sector financiero al sector público como consecuencia del aumento de la rentabilidad de la deuda pública, su inversión neta en el sector financiero también fue positiva durante este periodo. Sus depósitos disminuyeron,

pero la desinversión no se destinó a invertir en el exterior, si no a la compra de títulos de deuda y acciones de las propias entidades.

Así, el Real Decreto Ley citado incentivó el traspase de parte de la inversión en depósitos a títulos de deuda (pagarés) y las familias hicieron una inversión neta de 6.600 MM€ en este producto durante el periodo analizado. Además, la adquisición neta de acciones durante este periodo fue muy significativa, y es un reflejo de la participación que tuvieron en las salidas a bolsa de CaixaBank, Bankia y Banca Cívica, y del canje de preferentes por acciones.

Las empresas desinvertieron en el país y aumentaron su inversión en el resto del mundo

Adquisición neta de activos financieros. Sociedades no financieras. Julio 2011-Marzo 2012, millones de euros



Fuente: Banco de España,

Las empresas en cambio sí que traspasaron parte de sus activos al resto del mundo. Las entidades financieras del país fueron las más afectadas por los cambios en la composición de sus inversiones. Perdieron financiación empresarial por valor de 12.800 MM€, principalmente en forma de depósitos y acciones. El flujo de salida se concentró en el segundo semestre del año (durante el primer trimestre de 2012 aumentaron su inversión estas instituciones en 7.000 MM€, principalmente en forma de pagarés).

Como sucedió con las familias, gran parte de la desinversión en depósitos de las sociedades no financieras (28.000 MM€) se compensó con una inversión en títulos de deuda (19.000 MM€).

Además, las empresas españolas aumentaron su inversión en el sector público. Es posible que las elevadas remuneraciones de bonos y letras del Tesoro originaran cierto traspase de fondos invertidos en depósitos del sector financiero a títulos de deuda pública.

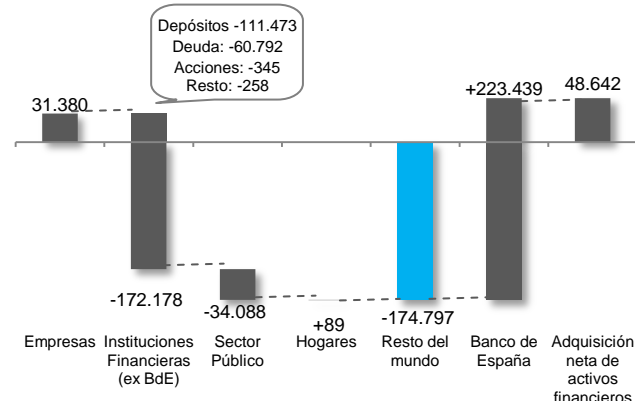
Del importe de inversión neta en el exterior de las empresas españolas durante el periodo analizado (6.200 MM€), una parte importante (5.100 MM€) se invirtió en depósitos. Podría ser pues reflejo de

inquietud y de búsqueda de mayor seguridad en el extranjero, mientras que otro pequeño importe (600 MM€) podría recoger financiación a filiales extranjeras.

Así pues, considerando el flujo de inversión neto hacia el exterior de empresas y familias españolas desde el tercer trimestre de 2011 podemos comprobar que se produjo únicamente en las empresas y que fue de importe bastante limitado (6.200 MM€). Tal y como se ha analizado, los datos de la balanza de pagos hasta mayo parecen confirmar esta tendencia, y la salida de fondos para estos agentes sigue siendo reducida.

La desinversión del resto del mundo en instituciones financieras del país determina la salida de fondos de España

Adquisición neta de activos financieros de España Resto del mundo. Julio 2011-Marzo 2012, millones de euros



Fuente: Banco de España,

Los datos de la cuenta financiera confirman que la desinversión del resto del mundo explica gran parte de la salida de fondos durante el periodo analizado. La desinversión extranjera, como veíamos en los datos de la balanza de pagos, se concentró en las instituciones financieras (-172.178 MM€) y en menor medida en el sector público (-34.088 MM€).

Como comentábamos anteriormente, la reducción de la financiación exterior de las instituciones financieras se debe al cierre del mercado interbancario y los mercados mayoristas de financiación. Al no poder renovar las emisiones que vencieron, el retorno de los pasivos se reflejó en una salida de fondos hacia el exterior, que fue compensada por la financiación recibida del BCE.

De haberse producido una salida importante de fondos de empresas y familias al exterior, la financiación recibida del BCE (a través del Banco de España) para cubrirla debería ser muy superior a la desinversión del resto del mundo en las entidades financieras y el sector público español. Observamos que no fue así: la financiación del BCE cubrió

básicamente la salida de fondos extranjeros. Además, parte de esa financiación puede estar utilizando por motivos preventivos y no para cubrir salida de fondos de residentes.

Así pues, los datos de las cuentas trimestrales y la balanza de pagos indican que hasta mayo de 2012 no se ha producido una salida masiva de fondos de residentes en España hacia el exterior. El saldo negativo de la balanza de pagos responde fundamentalmente a la desinversión extranjera en el sector público y financiero. Aun así, el repunte de la inestabilidad en los últimos meses obliga a ser prudente antes de extrapolar esta tendencia a meses posteriores.