

Consideraciones sobre estabilidad financiera en tiempos de endurecimiento monetario

Hasta no hace mucho, los mercados financieros parecían digerir sin mucha pesadez la contundente dosis de endurecimiento monetario que han puesto en marcha los bancos centrales para controlar la inflación. Sin embargo, con los tipos de interés adentrándose cada vez más en terreno restrictivo, es decir, en niveles que deberían enfriar la economía, aumenta el riesgo de eventos de estrés y turbulencias financieras.

En ese sentido, el abrupto deterioro de la situación financiera de algunos bancos regionales en EE. UU., con la caída del Silicon Valley Bank (SVB) el 10 de marzo, y las dificultades del suizo Credit Suisse, adquirido por UBS el 18-20 de marzo, han puesto sobre la mesa los potenciales efectos colaterales del endurecimiento monetario, que busca la estabilidad de precios, en la estabilidad financiera. En teoría, las autoridades monetarias instrumentan el primer objetivo con medidas convencionales, mientras que el segundo se aborda con regulación, supervisión y provisión de liquidez. Sin embargo, en momentos de pérdida de confianza, las herramientas y los objetivos pueden entrar en conflicto. La experiencia histórica también sugiere que los endurecimientos monetarios rápidos, intensos e inesperados pueden destapar bolsas financieras de fragilidad, como ya sucedió con el SVB.

Un episodio de estrés concentrado y limitado, aunque revelador

El reciente episodio de turbulencias ha supuesto un tensionamiento de las condiciones financieras que queda bien reflejado en nuestros índices (ICF), tanto en la eurozona como en EE. UU.¹ Las métricas sugieren, sin embargo, que el deterioro fue de corta duración y de mucha menor intensidad que en episodios anteriores.

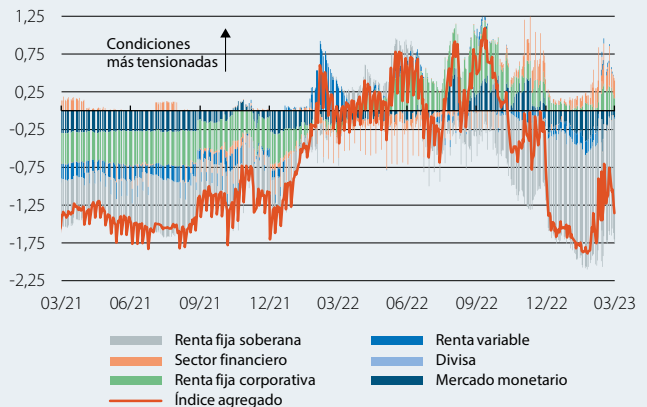
Según el desglose por componentes, el fuerte *repricing* de las expectativas de tipos de interés y la consecuente caída en la rentabilidad de los bonos soberanos a corto plazo supusieron un fuerte colchón para unas condiciones financieras que, simultáneamente, se estaban viendo presionadas por una ampliación de diferenciales tanto en los bonos corporativos (especialmente en los activos de peor calidad) como en los diferenciales de los tipos interbancarios (en nuestro ICF se mide a través del diferencial entre el euríbor a 3 meses y la letra alemana a 3 meses) y la cotización de los bancos en la bolsa. Así, este diferencial en los tipos monetarios, la renta fija corporativa y la penalización bursátil del sector bancario fueron los principales impulsores del deterioro de los ICF en marzo.

Hay que tener en cuenta que nuestros ICF no incluyen métricas de liquidez en el sistema y, por lo tanto, pueden

1. Para más información sobre el ICF véase «El enfoque holístico del BCE» en el IM06/2021.

Condiciones financieras de la eurozona: el índice de CaixaBank Research y sus componentes

Índice (0 = promedio histórico)



Fuente: CaixaBank Research.

infraestimar el tensionamiento en el contexto macrofinanciero actual. Dicho esto, lo cierto es que los índices revelan que el impacto del episodio en los mercados de capitales ha sido contenido y en gran parte ya revertido, especialmente en Europa. De hecho, las últimas semanas han visto una moderación del estrés: en EE. UU., la salida de depósitos en los bancos se ha detenido y, con ello, ha caído el uso de las ventanillas de liquidez de la Fed. También la cotización bursátil del sector bancario en la eurozona se ha recuperado, e incluso el mercado de bonos AT1 se ha estabilizado.

¿Dónde pueden estar los talones de Aquiles?

La lectura del mercado parece apuntar a un episodio con causas concretas e idiosincráticas. Sin embargo, el hecho de que las turbulencias tuvieran su epicentro en el sector bancario ha deteriorado la confianza de los inversores, con secuelas aún evidentes en algunas instituciones y mercados. En este contexto, ¿qué nos dice este episodio de posibles fragilidades en el sistema financiero?

En primer lugar, ilustra algunas vulnerabilidades que el endurecimiento monetario puede destapar en el sector financiero y, en especial, en aquellos bancos con numerosos depositantes no asegurados y sujetos a un elevado riesgo de tipos de interés (o sea, entidades que ven deteriorar su rentabilidad ante la subida de tipos de interés que se ha producido), como parece estar ocurriendo en algunos bancos regionales estadounidenses, tal y como ha señalado el FMI.²

2. Véase Global Financial Stability Report (2023). «Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks».

Por otro lado, en el sector financiero no bancario existe cierta preocupación sobre determinados fondos de inversión que han acumulado exposiciones al riesgo en los últimos años y que cuentan con posiciones de liquidez muy ajustadas. Además, a diferencia del sector bancario, la mayoría de estos fondos no gozan del acceso a la totalidad de las ventanas de liquidez provistas por los bancos centrales.

Con respecto al sector no financiero, se ha puesto mucho foco en el sector inmobiliario, tanto el residencial como el comercial, ya que el enfriamiento en la demanda y los posibles cambios estructurales tras la pandemia amenazan con importantes correcciones en precios en un sector que el FMI considera «significativamente sobrevalorado».³

Así, según afirma el FMI, como el sector inmobiliario comercial está muy conectado con el sector financiero, el endurecimiento de la financiación y las caídas en precio pueden provocar espirales de deterioro en las valoraciones y mayores endurecimientos que reverberen por toda la economía real. En EE. UU. esta conexión es mayor por la vía bancaria, ya que el sector inmobiliario comercial depende en gran medida de la banca regional. En la eurozona, la exposición media de los bancos al sector inmobiliario comercial es inferior, pero aun así la Junta Europea de Riesgo Sistémico alertó recientemente de los peligros sistémicos de una evolución adversa del sector inmobiliario comercial.⁴ Por otro lado, el canal de financiación no bancaria del sector inmobiliario comercial es una potencial fuente de inestabilidad a nivel mundial. Tanto el FMI como el BCE han alertado de la relevancia adquirida por los fondos de inversión inmobiliaria, donde destacan los mercados de fideicomisos de inversión inmobiliaria y de títulos respaldados por hipotecas comerciales, que acumulan pérdidas importantes en los últimos meses.⁵

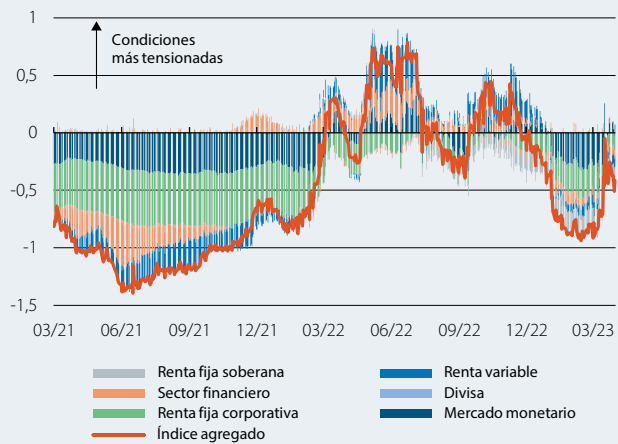
Por otra parte, el sector corporativo no financiero ha mostrado una buena salud en los últimos trimestres gracias al aumento de los márgenes, pero aún tendrá que probar durante unos trimestres más su resistencia a un entorno de moderación del consumo y mayores costes de financiación. Las turbulencias financieras de marzo ilustran que, en escenarios macro adversos, el tensionamiento de las primas de riesgo corporativas (especialmente para los activos de mayor riesgo) puede presionar aún más los costes de financiación. Así parece corroborarlo el FMI, que estima que el porcentaje de deuda de grandes empresas en economías avanzadas que pasaría de tener grado de inversión a grado especulativo aumentaría en 30 p. p. en un escenario recesivo severo.

3. Según el FMI, el mercado inmobiliario comercial parece significativamente sobrevalorado en todos los países, atendiendo a la desviación que la ratio entre ingresos netos y precio de la propiedad tiene frente a su tendencia histórica.

4. Véase https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/JuntaEuropeaRiesgo/jers2023_01.pdf

5. Véase BCE. «The growing role of investment funds in euro area real estate markets: risks and policy considerations».

Condiciones financieras de EE. UU.: el índice de CaixaBank Research y sus componentes
Índice (0 = promedio histórico)



Fuente: CaixaBank Research.

Entre tanto, el proceso de reducción del balance de los bancos centrales también podría presentar desafíos para los mercados de deuda soberana en un momento en el que el exceso de liquidez se va reduciendo, los niveles de deuda son elevados y la oferta adicional de bonos tendrá que ser absorbida por inversores privados. Dicho esto, los bancos centrales han mostrado voluntad de apoyar a estos mercados en momentos de estrés financiero, como en el Reino Unido en octubre.

Por último, hasta el momento, los mercados emergentes han podido gestionar el proceso de normalización monetaria en los países avanzados y el reciente periodo de turbulencia financiera, aunque aún siguen presionados y tendrán que demostrar su resiliencia en escenarios adversos. Y es que el entorno económico sigue siendo exigente, con riesgos que van desde la geopolítica a la persistencia de la inflación (con el consiguiente mayor endurecimiento monetario), pasando por los riesgos de corrección en algunos mercados inmobiliarios tensionados u otros eventos inesperados.

Antonio Montilla y David del Val