

## Consideracions sobre estabilitat financera en temps d'enduriment monetari

Fins no fa gaire, semblava que els mercats financers havien digerit sense gaire pesadesa la contundent dosi d'enduriment monetari que han posat en marxa els bancs centrals per controlar la inflació. No obstant això, amb els tipus d'interès endinsant-se cada vegada més en terreny restrictiu, és a dir, en nivells que haurien de refredar l'economia, augmenta el risc d'esdeveniments d'estrès i de turbulències financeres.

En aquest sentit, el deteriorament abrupte de la situació financera d'alguns bancs regionals als EUA, amb la caiguda del Silicon Valley Bank (SVB) el 10 de març, i les dificultats del suís Credit Suisse, adquirit per UBS el 18-20 de març, han posat sobre la taula els potencials efectes col·laterals de l'enduriment monetari, que busca l'estabilitat de preus, sobre l'estabilitat financera. En teoria, les autoritats monetàries instrumenten el primer objectiu amb mesures convencionals, mentre que el segon s'aborda amb regulació, amb supervisió i amb provisió de liquiditat. No obstant això, en moments de pèrdua de confiança, les eines i els objectius poden entrar en conflicte. L'experiència històrica també suggereix que els enduriments monetaris ràpids, intensos i inesperats poden destapar bosses financeres de fragilitat, com ja va succeir amb l'SVB.

### Un episodi d'estrès concentrat i limitat, tot i que revelador

L'episodi recent de turbulències ha comportat un tensionament de les condicions financeres que queda ben reflectit en els nostres índexs de condicions financeres (ICF), tant a la zona de l'euro com als EUA.<sup>1</sup> Les mètriques suggereixen, però, que el deteriorament va ser de curta durada i menys intens que en episodis anteriors.

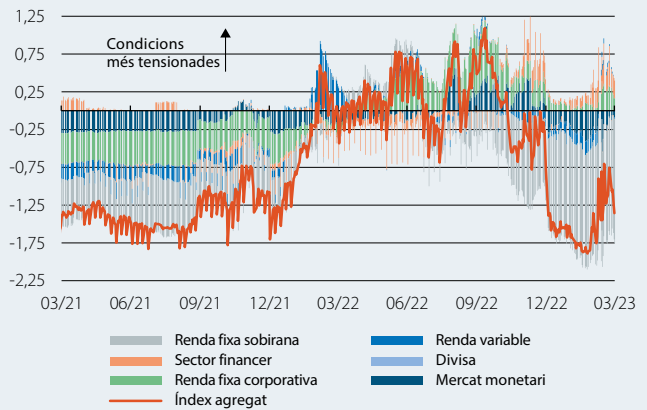
Segons el desglossament per components, el fort *repricing* de les expectatives de tipus d'interès i la conseqüent caiguda en la rendibilitat dels bons sobirans a curt termini van ser un fort matalàs per a unes condicions financeres que, simultàniament, s'estaven veient pressionades per una ampliació dels diferencials dels bons corporatius (en especial, en els actius de pitjor qualitat) i dels tipus interbancaris (al nostre ICF, es mesura mitjançant el diferencial entre l'euríbor a 3 mesos i la lletra alemanya a 3 mesos) i per la cotització dels bancs a la borsa. Així, aquest diferencial en els tipus monetaris, la renda fixa corporativa i la penalització borsària del sector bancari van ser els principals impulsors del deteriorament dels ICF al març.

Cal tenir en compte que els nostres ICF no inclouen mètriques de liquiditat en el sistema i, per tant, poden infraestimar el tensionament en el context macrofinancer actual.

1. Per a més informació sobre l'ICF, vegeu «L'enfocament holístic del BCE», a l'IM06/2021.

### Condicions financeres de la zona de l'euro: l'índex de CaixaBank Research i els seus components

Índex (0 = mitjana històrica)



Font: CaixaBank Research.

Dit això, la veritat és que els índexs revelen que l'impacte de l'episodi sobre els mercats de capitals ha estat continuïst i que, en gran part, ja ha revertit, en especial a Europa. De fet, les últimes setmanes han vist una moderació de l'estrès: als EUA, la sortida de dipòsits als bancs s'ha aturat i, de retruc, ha caigut l'ús de les finestretes de liquiditat de la Fed. També s'ha recuperat la cotització borsària del sector bancari a la zona de l'euro, i, fins i tot, s'ha estabilitzat el mercat de bons AT1.

### Quins poden ser els talons d'Aquil·les?

Sembla que la lectura del mercat apunta a un episodi amb causes concretes i idiosincràtiques. No obstant això, el fet que les turbulències hagin tingut l'epicentre al sector bancari ha deteriorat la confiança dels inversors, amb seqüeles encara evidents en algunes institucions i en alguns mercats. En aquest context, què ens diu aquest episodi de possibles fragilitats al sistema financer?

En primer lloc, il·lustra algunes vulnerabilitats que l'enduriment monetari pot destapar al sector financer i, en especial, en aquells bancs amb nombrosos dipositants no assegurats i subjectes a un risc de tipus d'interès elevat (és a dir, entitats que veuen com es deteriora la seva rendibilitat arran de la pujada de tipus d'interès que s'ha produït), com sembla que està succeint en alguns bancs regionals nord-americans, tal com ho ha assenyalat l'FMI.<sup>2</sup>

D'altra banda, al sector financer no bancari, existeix una certa preocupació sobre determinats fons d'inversió que han acumulat exposicions al risc en els últims anys i que

2. Vegeu Global Financial Stability Report (2023), «Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risk».

compten amb posicions de liquiditat molt ajustades. A més a més, a diferència del sector bancari, la majoria d'aquests fons no gaudeixen de l'accés a la totalitat de les finestres de liquiditat proveïdes pels bancs centrals.

Pel que fa al sector no financer, s'ha posat molt el focus sobre el sector immobiliari, tant el residencial com el comercial, ja que el refredament de la demanda i els possibles canvis estructurals després de la pandèmia amenacen amb importants correccions en preus en un sector que l'FMI considera «significativament sobrevalorat».<sup>3</sup>

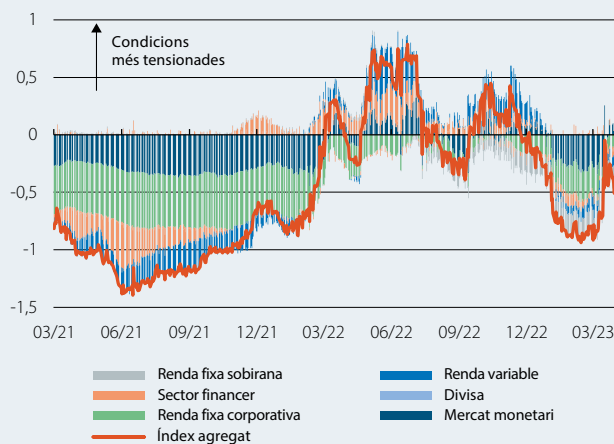
Així, segons afirma l'FMI, com el sector immobiliari comercial està molt connectat amb el sector financer, l'enduriment del finançament i les caigudes dels preus poden provocar espirals de deteriorament en les valoracions i majors enduriments que reverberin per tota l'economia real. Als EUA, aquesta connexió és major per la via bancària, ja que el sector immobiliari comercial depèn, en gran part, de la banca regional. A la zona de l'euro, l'exposició mitjana dels bancs al sector immobiliari comercial és inferior, però, així i tot, la Junta Europea de Risc Sistèmic ha alertat recentment dels perills sistèmics d'una evolució adversa del sector immobiliari comercial.<sup>4</sup> D'altra banda, el canal de finançament no bancari del sector immobiliari comercial és una potencial font d'inestabilitat a nivell mundial. Tant l'FMI com el BCE han alertat de la rellevància adquirida pels fons d'inversió immobiliària, on destaquen els mercats de fideïcomisos d'inversió immobiliària i de títols recolzats per hipoteques comercials, que acumulen pèrdues importants en els últims mesos.<sup>5</sup>

D'altra banda, el sector corporatiu no financer ha mostrat una bona salut en els últims trimestres, gràcies a l'augment dels marges, però encara haurà de provar durant uns trimestres més la seva resistència a un entorn de moderació del consum i de costos de finançament més elevats. Les turbulències financeres del març il·lustren que, en escenaris macro adversos, el tensionament de les primes de risc corporatives (en especial per als actius de major risc) pot pressionar encara més els costos de finançament. Així sembla corroborar-ho l'FMI, que estima que el percentatge de deute de grans empreses en economies avançades que passaria de tenir grau d'inversió a grau especulatiu augmentaria en 30 p. p. en un escenari recessiu sever.

Mentrestant, el procés de reducció del balanç dels bancs centrals també podria presentar desafiaments per als mercats de deute sobirà en un moment en què l'excés de liquiditat es va reduint, els nivells de deute són elevats i l'oferta addicional de bons haurà de ser absorbida per

### Condicions financeres dels EUA: l'índex de CaixaBank Research i els seus components

Índex (0 = mitjana històrica)



Font: CaixaBank Research.

inversors privats. Dit això, els bancs centrals han mostrat la seva voluntat de fer costat a aquests mercats en moments d'estrès financer, com al Regne Unit a l'octubre.

Finalment, fins ara, els mercats emergents han pogut gestionar el procés de normalització monetària als països avançats i el període recent de turbulència financer, tot i que encara continuen pressionats i hauran de demostrar la seva resiliència en escenaris adversos. I és que l'entorn econòmic continua sent exigent, amb riscos que van des de la geopolítica a la persistència de la inflació (amb el consegüent major enduriment monetari), passant pels riscos de correcció en alguns mercats immobiliaris tensionats o d'altres esdeveniments inesperats.

Antonio Montilla i David del Val

3. Segons l'FMI, el mercat immobiliari comercial sembla significativament sobrevalorat a tots els països, atesa la desviació que la ràtio entre ingressos nets i preu de la propietat té en relació amb la seva tendència històrica.

4. Vegeu [https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/JuntaEuropeaRiesgo/jers2023\\_01.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/JuntaEuropeaRiesgo/jers2023_01.pdf)

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