



CUADRO DE MANDO Financiero

Miguel Arregui

Se materializan los riesgos de liquidez



[Ingram Publishing/Thinkstock.

Puntos destacados

- La deriva negativa en los mercados secundarios de deuda soberana se está trasladando al mercado primario (el de emisión) no sólo en países periféricos, como España, sino que también, y cada vez en mayor medida, a emisores núcleo. En consecuencia, la espiral negativa en el coste de financiación de los Tesoros se está retroalimentando.
- Además, el incremento de tipos de interés se ha filtrado, inevitablemente, al coste de emisión de agentes privados, ya que el coste al que se financia el Tesoro se configura, con carácter general, como un nivel mínimo al que buena parte de las empresas de un país pueden captar fondos.
- Adicionalmente, en un contexto de fuertes vencimientos de deuda bancaria y difícil acceso a los mercados de financiación mayorista, es previsible que el crédito concedido a la economía real por parte de los bancos siga resintiéndose en próximos meses. El posible deterioro cíclico al que apuntan los indicadores adelantados de confianza y el encarecimiento del pasivo bancario minorista podrían contribuir a esta dinámica.
- Este escenario podría producirse aun a pesar del entorno de condiciones monetarias extremadamente laxas que imperan en el área euro. El ICM, que mide el grado de dureza o laxitud del régimen monetario impuesto por un banco central, señala unas condiciones actuales muy flexibles. A pesar de ello, esta laxitud no está trasladándose a las condiciones de financiación de los agentes privados.

El nivel del ICM en el área euro se hace eco de un entorno marcado por las extraordinariamente flexibles condiciones monetarias vigentes en la actualidad.

Un banco central relaja las condiciones monetarias cuando pretende estimular el crecimiento económico. En la actualidad, este fenómeno no se está produciendo debido al comportamiento disfuncional del canal interbancario, que no está permitiendo que las políticas monetarias y de liquidez impuestas por el BCE fluyan con normalidad a la economía real.

En próximos meses, y aun cuando las condiciones monetarias puedan seguir siendo laxas, un comportamiento más normalizado del mercado interbancario será la clave que permita una mejora en la transmisión del crédito a los agentes ::

El Tesoro español se ha visto obligado a elevar la rentabilidad de sus emisiones de deuda. El tipo de interés de las letras del Tesoro a 12 meses supera el 5%; máximos desde 1993.

El encarecimiento de la deuda pública tiene efectos negativos sobre la financiación de los agentes privados por una doble vía. Por un lado, el repunte de tipos de la deuda pública afecta a buena parte de los agentes privados, ya que, normalmente, el coste de la deuda pública «fija» suelo para el resto de agentes, especialmente para aquellos menos internacionalizados y de menor tamaño.

Por otro lado, en un contexto de elevados costes de endeudamiento bancario, las entidades financieras, probablemente, encarecerán el tipo de concesión de préstamos para rentabilizar su activo ::

Como consecuencia de todo lo anterior, hemos asistido a un fuerte repunte del coste de deuda corporativa, tanto para inversiones en grado especulativo (HY) como para aquéllas de menor riesgo y con fundamentos más sólidos (IG).

Las restricciones a la financiación para los agentes financieros augura un escenario de mayores tensiones de liquidez para las empresas, especialmente en el segmento HY. La elevada vulnerabilidad de estas empresas a la interrupción en las líneas de crédito y su elevado grado de dependencia del ciclo económico, en un contexto de posibles recaídas del PIB UME, añadirán presión a sus niveles de rentabilidad (posible repunte de tipos).

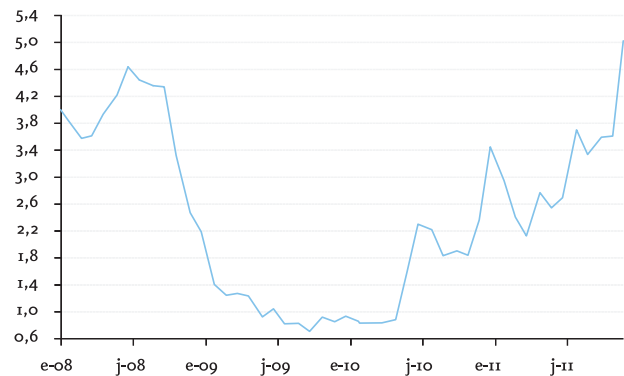
Si las señales de estrés siguen latentes en la cotización de los mercados financieros, no descartamos una posible ampliación de diferenciales de crédito de cerca de un 20% ::

Índice de condiciones monetarias del área euro



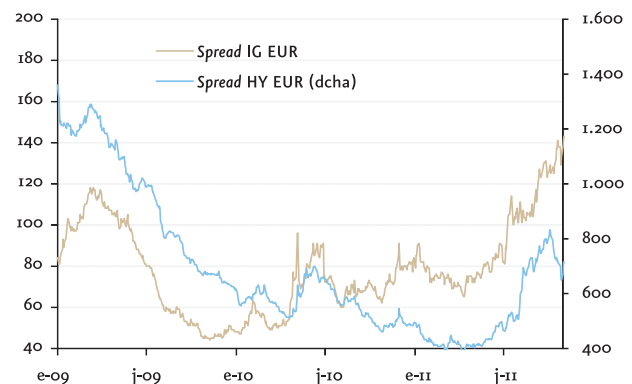
Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

TIR media Tesoro ESP (%)



Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

Diferenciales de deuda corporativa EUR IG y HY (pb)



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.