

## FOCUS · La política monetaria del BCE y las primas de riesgo soberanas

Las políticas del Banco Central Europeo (BCE) están permitiendo, desde finales de 2014, una menor dispersión en el coste de la deuda de los países de la eurozona.<sup>1</sup> Con el afianzamiento de la recuperación de la actividad y la normalización de la inflación, en la segunda mitad de 2017 el BCE probablemente empezará a estudiar la retirada gradual del programa de compra de activos (QE). ¿Cómo afectará al coste de la deuda de los estados de la eurozona?

Después de la crisis vivida por la eurozona, cada estado se enfrenta a un coste de financiamiento diferente, con una dispersión que refleja, en parte, las distintas perspectivas económicas de los inversores. Sin embargo, hoy en día las cotizaciones están afectadas por las políticas monetarias no convencionales del BCE. Concretamente, el QE supone un aumento de la demanda de deuda pública que reduce los tipos de interés. Por ello, cuando el BCE se retire del mercado, probablemente observaremos aumentos en los tipos de interés que reflejarán mejor la verdadera valoración del mercado. Una manera de estimar estos movimientos es fijarnos en cómo reaccionan las cotizaciones de la deuda soberana a cambios en las expectativas de los inversores sobre la política monetaria del BCE.

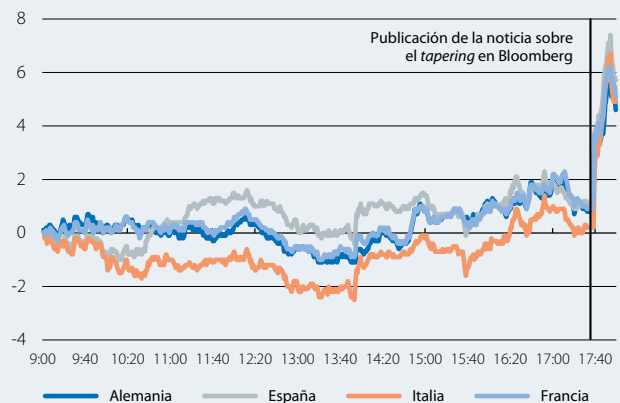
Para aislar las expectativas sobre el QE del inmenso flujo de noticias que influye en las decisiones de los inversores, aprovechamos un «cuasiexperimento» del 4 de octubre de 2016, cuando una noticia publicada en Bloomberg cogió por sorpresa a los inversores al avisar de que el BCE podría estar considerando la retirada del QE (el denominado *tapering*).<sup>2</sup> Como muestra el primer gráfico, lo que era una sesión tranquila terminó en un fuerte repunte de los tipos de interés, justamente en el momento de la publicación de la noticia. Dado que hasta la fecha el foco del mercado no se había situado en la posibilidad de *tapering* y que la publicación de la noticia coincide con movimientos bruscos en cuestión de minutos, podemos tener cierta confianza en que estamos capturando el impacto de una revisión de las expectativas. Así, el segundo gráfico muestra que la perspectiva de una política monetaria menos expansiva se tradujo en un aumento del tipo de interés de la deuda alemana y en mayores primas de riesgo. Concretamente, las sensibilidades de este «cuasiexperimento» indican que la expectativa de un endurecimiento de la política monetaria que produzca un aumento de 10 p. b. del tipo de interés alemán provocaría un incremento muy leve de las primas de riesgo en el núcleo (alrededor de 1 p. b.) y algo más acusado en la periferia (alrededor de 4 p. b.).

1. Por ejemplo, en 2012 Italia pagaba un interés de la deuda a 10 años casi 500 puntos básicos (p. b.) por encima del de Alemania; hoy esta cifra se sitúa por debajo de los 200 p. b.  
2. Google Trends muestra un aumento sin precedentes del interés por el *tapering* del BCE en los días posteriores.

Otros estudios<sup>3</sup> han estimado que por cada caída de 10 p. b. del tipo de interés alemán, la puesta en marcha del QE produjo una reducción de las primas de riesgo de hasta 6 p. b. en el núcleo y de entre 8 p. b. y 15 p. b. en la periferia. Así, la menor sensibilidad estimada para la retirada del QE podría ser resultado de la mejora generalizada del escenario macroeconómico. A pesar de que el ejercicio tiene limitaciones (solo refleja la reacción inmediata del subgrupo de inversores activos en el momento de la publicación, también influenciada por un aumento de la incertidumbre), la mayor sensibilidad de la periferia es coherente con su mayor endeudamiento público. De hecho, esto indica que, aunque la retirada del QE puede generar aumentos en las primas de riesgo, el impacto final dependerá de la situación de las finanzas públicas y las perspectivas económicas de cada país.

### Tipo de interés de la deuda soberana \*

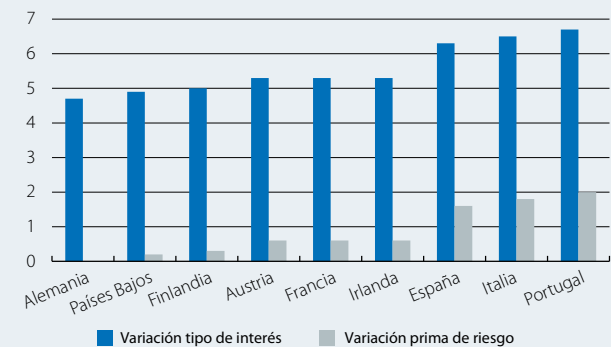
Índice (0 = registro de apertura)



Nota: \* Cotizaciones del tipo de interés a 10 años durante el 4 de octubre de 2016.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Expectativas de tapering y primas de riesgo soberanas \*

(p. b.)



Nota: \* Variación de los tipos de interés a 10 años entre las 17:37 h, instante de la publicación en Bloomberg de una noticia sobre tapering, y las 17:54 h del 4 de octubre de 2016.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

3. De Santis, R. (2016), «Impact of the Asset Purchase Programme on Euro Area Government Bond Yields Using Market News», ECB Working Paper.