

FOCUS · La política monetària del BCE i les primes de risc sobiranes

Les polítiques del Banc Central Europeu (BCE) permeten, des del final del 2014, una menor dispersió en el cost del deute dels països de la zona de l'euro.¹ Amb la consolidació de la recuperació de l'activitat i amb la normalització de la inflació, durant la segona meitat del 2017, el BCE començarà, probablement, a estudiar la retirada gradual del programa de compra d'actius (QE). Com afectarà el cost del deute dels estats de la zona de l'euro?

Després de la crisi viscuda per la zona de l'euro, cada estat s'enfronta a un cost de finançament diferent, amb una dispersió que reflecteix, en part, les diferents perspectives econòmiques dels inversors. No obstant això, avui dia les cotitzacions estan afectades per les polítiques monetàries no convencionals del BCE. En concret, el QE comporta un augment de la demanda de deute públic que redueix els tipus d'interès. Per aquest motiu, quan el BCE es retiri del mercat, és probable que observem augments en els tipus d'interès que reflectiran millor la veritable valoració del mercat. Una manera d'estimar aquests moviments és fixar-nos en com reaccionen les cotitzacions del deute sobirà a canvis en les expectatives dels inversors sobre la política monetària del BCE.

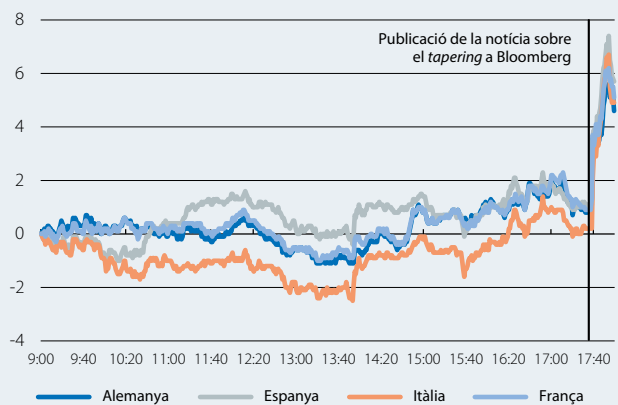
Per aïllar les expectatives sobre el QE de l'immens flux de notícies que influeix en les decisions dels inversors, aprofitem un «quasiexperiment» del 4 d'octubre del 2016, quan una notícia publicada a Bloomberg va sorprendre els inversors en avisar que el BCE podria estar considerant la retirada del QE (l'anomenat *tapering*).² Com ho mostra el primer gràfic, el que era una sessió tranquil·la va acabar en un fort repunt dels tipus d'interès, justament en el moment de la publicació de la notícia. Atès que fins avui el focus del mercat no s'havia situat en la possibilitat de *tapering* i que la publicació de la notícia coincideix amb moviments bruscos en qüestió de minuts, podem tenir una certa confiança que capturem l'impacte d'una revisió de les expectatives. Així, el segon gràfic mostra que la perspectiva d'una política monetària menys expansiva es va traduir en un augment del tipus d'interès del deute alemany i en primes de risc més elevades. En concret, les sensibilitats d'aquest «quasiexperiment» indiquen que l'expectativa d'un enduriment de la política monetària que produeixi un augment de 10 p. b. del tipus d'interès alemany provocaria un increment molt lleuger de les primes de risc al nucli (al voltant d'1 p. b.) i una mica més intens a la perifèria (al voltant de 4 p. b.).

1. Per exemple, el 2012, Itàlia pagava un interès del deute a 10 anys gairebé 500 punts bàsics (p. b.) per damunt del d'Alemanya; avui aquesta xifra se situa per sota dels 200 p. b.
 2. Google Trends mostra un augment sense precedents de l'interès pel *tapering* del BCE en els dies posteriors.

Altres estudis³ han estimat que, per cada caiguda de 10 p. b. del tipus d'interès alemany, la posada en marxa del QE va produir una reducció de les primes de risc de fins a 6 p. b. al nucli i d'entre 8 p. b. i 15 p. b. a la perifèria. Així, la menor sensibilitat estimada per a la retirada del QE podria ser el resultat de la millora generalitzada de l'escenari macroeconòmic. Malgrat que l'exercici té limitacions (només reflecteix la reacció immediata del subgrup d'inversors actius en el moment de la publicació, influenciada també per un augment de la incertesa), la major sensibilitat de la perifèria és coherent amb el seu endeutament públic més elevat. De fet, això indica que, tot i que la retirada del QE pot generar augments en les primes de risc, l'impacte final dependrà de la situació de les finances públiques i de les perspectives econòmiques de cada país.

Tipus d'interès del deute sobirà *

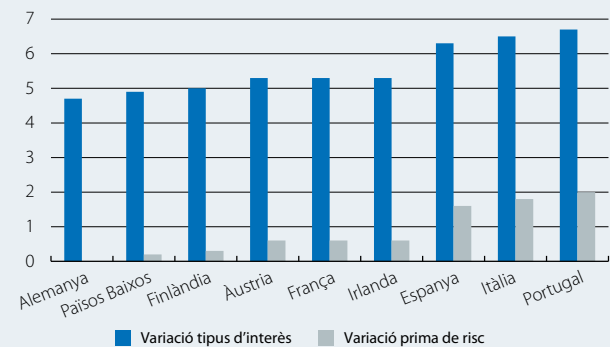
Índex (0 = registre d'obertura)



Nota: * Cotitzacions del tipus d'interès a 10 anys durant el 4 d'octubre del 2016.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Expectatives de tapering i primes de risc sobiranes *

(p. b.)



Nota: * Variació dels tipus d'interès a 10 anys entre les 17.37 h, instant de la publicació a Bloomberg d'una notícia sobre el tapering, i les 17.54 h del 4 d'octubre del 2016.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades 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.