

FOCUS · Cap a on aniran els tipus? El BCE i els fonaments macroeconòmics

L'evolució del tipus d'interès del deute públic depèn, en gran part, dels fonaments macroeconòmics globals i del país en qüestió. Per exemple, la capacitat de pagament d'un Estat depèn del nivell actual d'endeutament, de les expectatives sobre el superàvit o sobre el dèficit públic i del creixement futur de l'economia. Així mateix, la salut de l'economia europea determina el tipus d'interès de referència que fixa el Banc Central Europeu (BCE), mitjançant el qual influeix la constel·lació de tipus d'interès. A més a més, també són importants els factors globals (com els tipus d'interès d'altres economies, ja que ofereixen oportunitats d'inversió alternatives) i l'apetència pel risc dels inversors. Amb tots aquests ingredients, i a partir de les relacions històriques entre ells, estimem el tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys coherent amb els fonaments macroeconòmics, l'anomenat tipus macro.¹

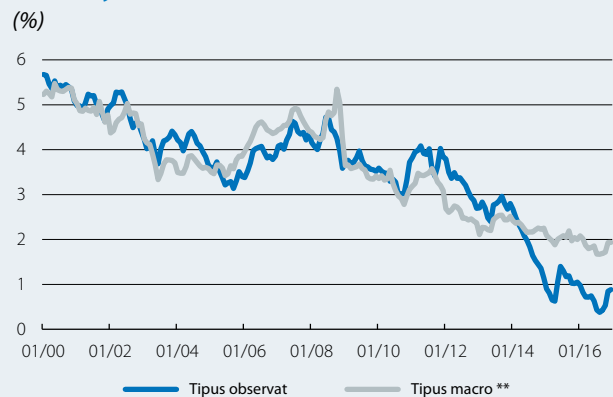
Com es pot observar al primer gràfic, els fonaments macroeconòmics solen ser bons indicadors del tipus observat al mercat. En aquest sentit, una anàlisi per components mostra que els principals determinants del tipus macro són el nivell de deute públic, les condicions financeres globals (tipus d'interès del deute nord-americà i volatilitat financera) i el tipus d'interès de referència del BCE. Així, en els últims anys, mentre que el nivell de deute ha generat pressions a l'alça sobre els tipus, la major laxitud de les condicions financeres globals (principalment, per la política monetària acomodaticia als EUA) i la disminució del tipus de referència del BCE han estat els factors dominants que han provocat la disminució del tipus macro. No obstant això, des de mitjan 2014, la implementació no convencional de la política monetària del BCE ha situat els tipus sobirans observats en nivells significativament inferiors als suggerits pels fonaments macroeconòmics, principalment als països del nucli de la zona de l'euro.

Per aquest motiu, cal esperar que l'eventual retirada de la política monetària no convencional del BCE comporti una convergència a l'alça dels tipus d'interès observats cap als tipus macro. No solament això, sinó que unes condicions financeres menys laxes als EUA i la normalització dels tipus d'interès del BCE es traduiran, també, en un augment dels tipus macro. Què passarà amb les primes de risc al llarg d'aquest procés? El segon gràfic mostra que, després de la crisi financera i del deute sobirà, els fonaments macroeconòmics justifiquen unes primes de risc més elevades que en el període 2000-2007 (principalment, per l'elevat endeutament públic i per un menor dinamisme de l'activitat). Als països del nucli, la valoració del risc observada als

1. S'estima a partir d'una regressió de panell entre el 2000 i el 2014 per a Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, els Països Baixos, Irlanda, Itàlia i Portugal, amb les següents variables explicatives: les expectatives sobre l'euríbor a tres mesos i el creixement del PIB real, la ràtio de deute sobre el PIB, un indicador de volatilitat borsària i el tipus sobirà nord-americà a 10 anys.

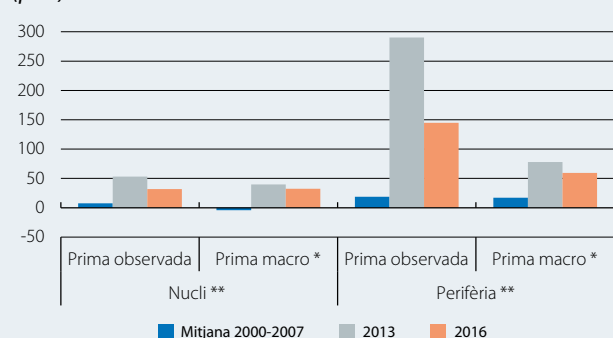
mercats reflecteix aquestes diferències en els fonaments: les primes observades són coherents amb els fonaments macroeconòmics. En canvi, a la perifèria, els diferencials observats se situen per damunt de les primes de risc predites pels fonaments econòmics. Aquesta discrepància reflecteix un sentiment inversor que encara penalitza els països de la perifèria² i que va ser especialment intens durant la crisi del deute sobirà. En aquest sentit, malgrat que al Focus «La política monetària del BCE i les primes de risc sobiranes», de l'IM03/2017, observem que, a curt termini, la retirada del BCE podria provocar repunts en les primes de risc, els fonaments macroeconòmics fan pensar que, a mitjà termini, podrien tornar a recular.

Tipus d'interès del deute sobirà europeu a 10 anys *



Notes: * Mitjana ponderada d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Itàlia, els Països Baixos i Portugal. ** Tipus d'interès predit pels fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, política monetària del BCE, deute públic i expectatives de creixement). Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters, d'Eurostat i de Consensus Economics.

Primes de risc sobiranes per al deute a 10 anys (p. b.)



Notes: * Prima de risc predita pels fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, política monetària del BCE, deute públic i expectatives de creixement). ** Nucli: mitjana ponderada d'Àustria, Bèlgica, França i els Països Baixos. Perifèria: mitjana ponderada d'Espanya, Itàlia i Portugal. Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters, d'Eurostat i de Consensus Economics.

2. També podria reflectir un canvi estructural en la valoració dels fonaments i la seva relació amb el tipus d'interès sobirà.