

La fragilidad macroeconómica de los tipos de interés

- El golpe sin precedentes con el que la COVID-19 ha sacudido la economía contrasta con unos tipos de interés y unas primas de riesgo en mínimos. Sin embargo, los fundamentos macroeconómicos siguen siendo buenos indicadores de los tipos de interés observados en el mercado.
- Estimamos que el deterioro de los fundamentos habría presionado al alza los tipos del conjunto de la eurozona de manera sustancial. Esta presión, que no se ha llegado a consolidar en el mercado, es una medida del éxito de la política económica pero, también, de la importancia de que siga bien activa en los próximos trimestres.

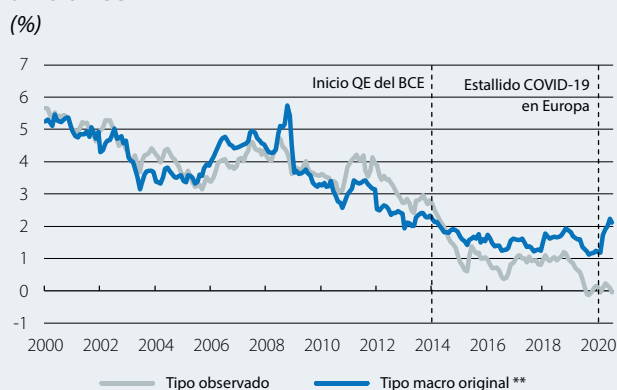
Las economías europeas sufrirán en 2020 una caída del PIB que será, de largo, la peor de su historia moderna. Además, irá acompañada de un aumento muy brusco del endeudamiento de los gobiernos que elevará las ratios de deuda pública a nuevos máximos históricos.¹ Sin embargo, a pesar de este deterioro inusitado de la economía que ha provocado la COVID-19, el coste de financiación de la deuda pública se encuentra en mínimos prácticamente nunca vistos: en septiembre, los tipos de interés soberanos a 10 años de Alemania y Francia eran incluso negativos (-0,5% y -0,2%) y los de España y Portugal se encontraban algo por debajo del 0,3%. ¿Hasta qué punto pueden explicar los fundamentos macroeconómicos estos niveles de los tipos de interés?

Los tipos de interés y los fundamentos macroeconómicos

El tipo de interés de la deuda pública depende de los fundamentos macroeconómicos del país en cuestión y del entorno global. Por ejemplo, la capacidad de pago de un Estado depende de su nivel de endeudamiento, las expectativas sobre su superávit o déficit público y el crecimiento futuro de la economía. Asimismo, la situación de la economía europea en su conjunto determina la política monetaria que fija el BCE, con la que influye toda la constelación de tipos de interés. Además, también son importantes factores globales (como los tipos de interés de otras economías, que ofrecen una oportunidad de inversión alternativa) y el apetito por el riesgo de los inversores. Con todos estos ingredientes, y a partir de las relaciones históricas entre ellos, podemos estimar el tipo de interés soberano coherente con los fundamentos macroeconómicos: el llamado «tipo macro».²

El primer gráfico ilustra que los fundamentos macro suelen ser buenos indicadores de los tipos de interés observados en el mercado. Sin embargo, en los últimos años, hay dos importantes momentos de divergencia: en 2020, con

Tipo de interés de la deuda soberana europea a 10 años *



Notas: * Promedio ponderado de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal. ** Tipo de interés predicho por los fundamentos macroeconómicos (condiciones financieras globales, política monetaria del BCE, deuda pública y expectativas de crecimiento e inflación) y estimado según las relaciones históricas hasta finales de 2014.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv, Eurostat y Consensus Economics.

la eclosión de la COVID-19, y en 2015 con el inicio de la política monetaria no convencional del BCE, que se tradujo en unos tipos de interés persistentemente inferiores al tipo macro. Con todo, este desacuerdo a partir de 2015 es relativamente natural porque nuestro tipo macro no incorpora, entre los fundamentos macroeconómicos, los programas de compras de activos que el BCE inició hace cinco años. No obstante, tras años de política monetaria no convencional y ante la perspectiva de que estas herramientas sigan muy activas en los próximos años, es útil incorporar las medidas no convencionales del BCE en la estimación de nuestro tipo macro.³

Como muestra el segundo gráfico, considerar la política monetaria no convencional como un fundamento más nos ayuda a explicar mejor la disminución de los tipos de interés de mercado en los últimos años. Sin embargo, con la eclosión de la COVID-19 seguimos observando un marcado desacople entre los tipos observados y los tipos macro. En concreto, el tipo macro del conjunto de la eurozona sugiere que el deterioro de los fundamentos macroeconómicos debería haberse traducido en un incremento del tipo de interés soberano de la eurozona de unos 100 p. b. superior a lo observado.^{4,5}

3. Reestimamos la regresión de la nota anterior incluyendo datos hasta principios de 2020 y añadiendo, a las variables explicativas, las compras de activos que el BCE acumula en su balance desde 2015.

4. Una estimación del BCE concluye que las medidas monetarias tomadas entre marzo y junio habrían reducido el tipo soberano de la eurozona en 45 p. b. Véase Hutchinson, J. y Mee, S. «Impacto de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis del Covid-19», Boletín Económico 5/2020, BCE.

1. Las previsiones del consenso de analistas apuntan a un incremento de la ratio de deuda pública en 2020 de más de 15 p. p. para el conjunto de la eurozona. Según los datos históricos recopilados por el FMI, que se remontan a mediados del siglo XIX, esto conllevará nuevos máximos de deuda en países como Alemania, Italia y Portugal. No es el caso de España y Francia porque, hace más de 100 años, habían alcanzado ratios del 160% y 240%, respectivamente.

2. Estimamos una regresión de panel para los tipos soberanos a 10 años de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal con las siguientes variables explicativas: expectativas del euríbor a 3 meses, del crecimiento real del PIB y de la inflación, la ratio de deuda pública sobre el PIB, un indicador de volatilidad bursátil, el tipo soberano estadounidense a 10 años y un indicador de tensiones en la eurozona (variable binaria que es igual a 1 si una prima de riesgo soberana se tensiona significativamente). Inicialmente, para no considerar la política monetaria no convencional del BCE como un fundamento más, estimamos la regresión con datos entre 2000 y 2014.

De hecho, este desacople puede interpretarse como una medida del éxito de la respuesta de la política económica y, en particular, de la contundente acción del BCE y el esfuerzo fiscal compartido de la UE.⁶ Buena muestra de ello es el comportamiento de las primas de riesgo de la periferia de la eurozona. En el tercer y cuarto gráfico se observa cómo el repunte inicial sufrido por las primas de riesgo de la periferia en el mercado fue razonablemente coherente con lo proyectado por el tipo macro y, por lo tanto, por el deterioro de sus fundamentos macroeconómicos. Sin embargo, el tensionamiento se revertió de manera generalizada tras la batería de anuncios por parte del BCE a lo largo de la primavera y los distintos paquetes fiscales de la UE.

Dentro del esfuerzo fiscal compartido de la UE, probablemente uno de los elementos más positivos para las primas de riesgo haya sido el acuerdo para emitir deuda comunitaria respaldada en el presupuesto de la Unión. Aunque las emisiones no empezarán hasta 2021, este acuerdo manda una importante señal de compromiso con el proyecto de integración europeo, lo que reduce la percepción del riesgo soberano y favorece unas primas de riesgo soberanas más comprimidas. Sin embargo, también habrá que tener en cuenta que estas emisiones suponen un incremento de la oferta de bonos de elevada calidad que, a medio plazo (2023-2024 según algunas estimaciones),⁷ puede encarecer los costes de financiación de los estados con menor nota crediticia al aumentar la competencia por encontrar compradores de deuda.

Por último, la coyuntura es tan exigente que, a pesar de la contundencia con la que ha actuado la política económica, esta no puede bajar la guardia. La discrepancia entre el tipo de interés observado en el mercado y el tipo macro no solo es una medida de su éxito: también nos indica que, sin una actuación ambiciosa, se estarían observando en el mercado tipos de interés y primas de riesgo sustancialmente más elevadas, en algunos casos incluso cerca de niveles que podrían alimentar algunas dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública.⁸

Adrià Morron Salmeron

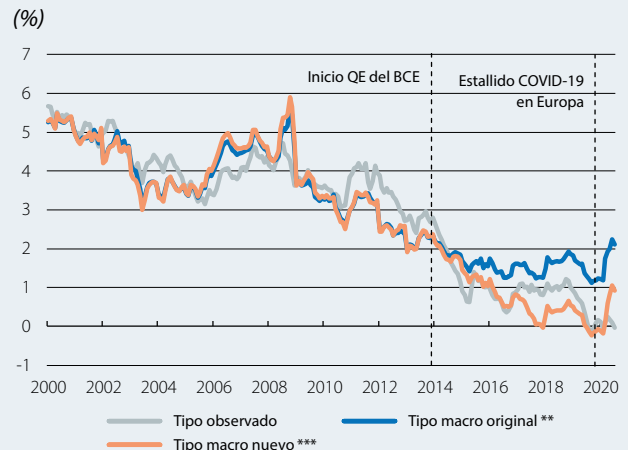
5. En el segundo gráfico, el rebote del tipo macro que incorpora la política no convencional del BCE es algo superior al del tipo macro original. La razón es que la sensibilidad de los tipos de interés a cambios en las expectativas de crecimiento e inflación ha aumentado desde 2015. Ello podría reflejar que son una medida indirecta de las expectativas sobre si el BCE retirará o intensificará las compras de activos que tanto han afectado a los tipos de interés de mercado.

6. Véase un resumen de ambas actuaciones en las notas «El Consejo Europeo llega a un acuerdo histórico sobre el Plan de Recuperación Europeo» y «Gracias a una actuación contundente, el BCE respira y se da un tiempo» en www.caixabankresearch.com

7. Véase Miguel Carrión Álvarez (2020). «The EU recovery plan: funding arrangements and their impacts». Funcas.

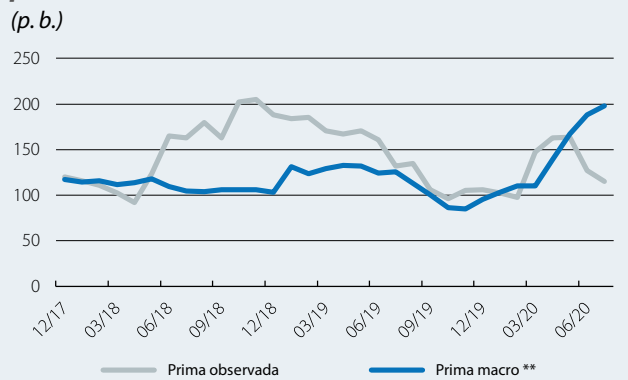
8. Analizamos la sensibilidad de la deuda pública a cambios en los tipos de interés en el Focus «¿Debe preocuparnos la sostenibilidad de la deuda pública en la eurozona?» en el IM05/2020.

Tipo de interés de la deuda soberana europea a 10 años *



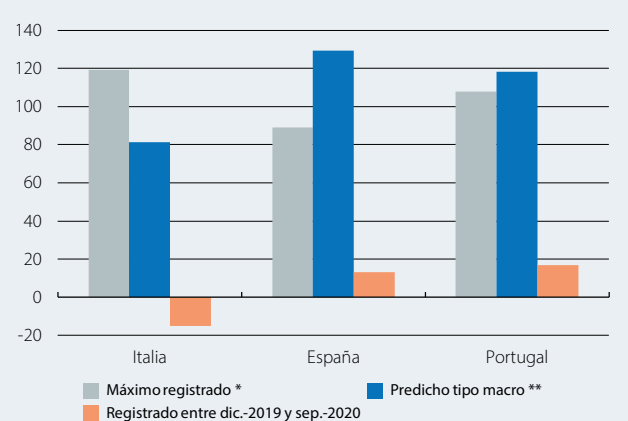
Notas: * Promedio ponderado de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal. ** Tipo de interés predicho por los fundamentos macroeconómicos (condiciones financieras globales, política monetaria convencional del BCE, deuda pública y expectativas de crecimiento e inflación) y estimado según las relaciones históricas hasta finales de 2014. *** Añadimos las compras de activos del BCE como nuevo fundamento y se reestima el tipo macro según las relaciones históricas hasta principios de 2020.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv, Eurostat y Consensus Economics.

Prima de riesgo soberana para la deuda periférica a 10 años *



Notas: * Promedio ponderado de España, Irlanda, Italia y Portugal. ** Prima de riesgo predicha por los fundamentos macroeconómicos (condiciones financieras globales, política monetaria convencional y no convencional del BCE, deuda pública y expectativas de crecimiento e inflación) y estimada según las relaciones históricas hasta principios de 2020.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv, Eurostat y Consensus Economics.

Repunte en las primas de riesgo soberanas (p. b.)



Notas: * Diferencia entre la mayor prima de riesgo observada (con datos de cierre diarios) a lo largo de marzo, abril y mayo de 2020 frente a la registrada el 31 de diciembre de 2019. ** Diferencia entre la prima de riesgo predicha por los fundamentos macroeconómicos a diciembre de 2019 y a julio de 2020.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv, Eurostat y Consensus Economics.