

La fragilitat macroeconòmica dels tipus d'interès

- El cop sense precedents amb què la COVID-19 ha sacsejat l'economia contrasta amb uns tipus d'interès i amb unes primes de risc en mínims. No obstant això, els fonaments macroeconòmics continuen sent uns bons indicadors dels tipus d'interès observats al mercat.
- Estimem que el deteriorament dels fonaments hauria pressionat a l'alça els tipus del conjunt de la zona de l'euro de manera substancial. Aquesta pressió, que no s'ha arribat a consolidar al mercat, és una mesura de l'èxit de la política econòmica, però, també, de la importància que continuï ben activa en els propers trimestres.

Les economies europees patiran el 2020 una caiguda del PIB que serà, amb escreix, la pitjor de la seva història moderna. A més a més, anirà acompanyada d'un augment molt bruscat de l'endeutament dels governs, que empenyerà les ràtios de deute públic fins a nous màxims històrics.¹ No obstant això, malgrat el deteriorament inusitat de l'economia provocat per la COVID-19, el cost de finançament del deute públic es troba en mínims gairebé mai vistos: al setembre, els tipus d'interès sobirans a 10 anys d'Alemanya i de França eren, fins i tot, negatius (el -0,5% i el -0,2%), i els d'Espanya i Portugal es trobaven una mica per sota del 0,3%. Fins a quin punt els fonaments macroeconòmics poden explicar aquests nivells dels tipus d'interès?

Els tipus d'interès i els fonaments macroeconòmics

El tipus d'interès del deute públic depèn dels fonaments macroeconòmics del país en qüestió i de l'entorn global. Per exemple, la capacitat de pagament d'un Estat depèn del seu nivell d'endeutament, de les expectatives sobre el seu superàvit o sobre el seu dèficit públic i del creixement futur de l'economia. Així mateix, la situació de l'economia europea en conjunt determina la política monetària que fixa el BCE, amb la qual influeix tota 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, que ofereixen una oportunitat d'inversió alternativa) i l'apetència pel risc dels inversors. Amb tots aquests ingredients, i a partir de les relacions històriques entre ells, podem estimar el tipus d'interès sobirà coherent amb els fonaments macroeconòmics: l'anomenat «tipus macro».²

El primer gràfic il·lustra que els fonaments macro solen ser uns bons indicadors dels tipus d'interès observats al mercat. No obstant això, en els últims anys, hi ha dos moments importants de divergència: el 2020, amb l'eclosió de la

1. Les previsions del consens d'analistes apunten a un increment de la ràtio de deute públic el 2020 superior als 15 p. p. per al conjunt de la zona de l'euro. Segons les dades històriques recopilades per l'FMI, que es remunten a mitjan segle XIX, això comportarà nous màxims de deute en països com Alemanya, Itàlia i Portugal. No és el cas d'Espanya i de França, perquè, fa més de 100 anys, havien assolit ràtios del 160% i del 240%, respectivament.

2. Estimem una regressió de panell per als tipus sobirans a 10 anys d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Irlanda, Itàlia, els Països Baixos i Portugal, amb les següents variables explicatives: les expectatives de l'euríbor a 3 mesos, del creixement real del PIB i de la inflació, la ràtio de deute públic sobre el PIB, un indicador de volatilitat borsària, el tipus sobirà nord-americà a 10 anys, i un indicador de tensions a la zona de l'euro (variable binària que és igual a 1 si una prima de risc sobirana es tensiona de forma significativa). Inicialment, per no considerar la política monetària no convencional del BCE com un fonament més, estimem la regressió amb dades entre el 2000 i el 2014.

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



Notes: * Mitjana ponderada d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Irlanda, 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 i d'inflació) i estimat en funció de les relacions històriques fins al final del 2014.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, d'Eurostat i de Consensus Economics.

COVID-19, i el 2015, amb l'inici de la política monetària no convencional del BCE, que es va traduir en uns tipus d'interès persistentment inferiors al tipus macro. Així i tot, aquest desacord a partir del 2015 és relativament natural, perquè el nostre tipus macro no incorpora, entre els fonaments macroeconòmics, els programes de compres d'actius que el BCE va iniciar fa cinc anys. No obstant això, després d'anys de política monetària no convencional, i atesa la perspectiva que aquestes eines continuïn sent molt actives en els propers anys, és útil incorporar les mesures no convencionals del BCE en l'estimació del nostre tipus macro.³

Com ho mostra el segon gràfic, considerar la política monetària no convencional com un fonament més ens ajuda a explicar millor el descens dels tipus d'interès de mercat en els últims anys. No obstant això, amb l'eclosió de la COVID-19, continuem observant un desacoblament clar entre els tipus observats i els tipus macro. En concret, el tipus macro del conjunt de la zona de l'euro suggereix que el deteriorament dels fonaments macroeconòmics s'hauria d'haver traduït en un increment del tipus d'interès sobirà de la zona de l'euro d'uns 100 p. b. per damunt de l'observat.^{4,5}

3. Reestimem la regressió de la nota anterior incloent dades fins al començament del 2020 i afegint, a les variables explicatives, les compres d'actius que el BCE acumula en el seu balanç des del 2015.

4. Una estimació del BCE conclou que les mesures monetàries adoptades entre el març i el juny haurien reduït el tipus sobirà de la zona de l'euro en 45 p. b. Vegeu Hutchinson, J. i Mee, S., «Impacte de les mesures de política monetària adoptades pel BCE en resposta a la crisi de la Covid-19», Butlletí Econòmic, 5/2020, BCE.

De fet, aquest desacoblament pot ser interpretat com una mesura de l'èxit de la resposta de la política econòmica i, en particular, de la contundent acció del BCE i de l'esforç fiscal compartit de la UE.⁶ Una bona mostra d'això és el comportament de les primes de risc de la perifèria de la zona de l'euro. Al tercer i al quart gràfics s'observa com el repunt inicial patit per les primes de risc de la perifèria al mercat va ser raonablement coherent amb el que havia projectat el tipus macro i, per tant, amb el deteriorament dels seus fonaments macroeconòmics. No obstant això, el tensionament es va revertir de manera generalitzada després de la bateria d'anuncis per part del BCE al llarg de la primavera i dels diferents paquets fiscals de la UE.

Pel que fa a l'esforç fiscal compartit de la UE, un dels elements més positius per a les primes de risc ha estat, probablement, l'acord per emetre deute comunitari amb el suport del pressupost de la Unió. Malgrat que les emissions no començaran fins al 2021, aquest acord envia un senyal de compromís important amb el projecte d'integració europeu, la qual cosa redueix la percepció del risc sobirà i afavoreix unes primes de risc sobiranes més comprimides. No obstant això, també caldrà tenir en compte que aquestes emissions comporten un increment de l'oferta de bons de qualitat elevada, que, a mitjà termini (2023-2024, segons algunes estimacions),⁷ en incrementar la competència per trobar compradors de deute, pot encarrir els costos de finançament dels estats amb una nota creditícia més baixa.

Finalment, la conjuntura és tan exigent que la política econòmica, malgrat la contundència amb què ha actuat, no pot abaixar la guàrdia. La discrepància entre el tipus d'interès observat al mercat i el tipus macro no solament és una mesura del seu èxit: també ens indica que, sense una actuació ambiciosa, s'estarien observant al mercat tipus d'interès i primes de risc substancialment més elevats, en alguns casos, fins i tot, propers a nivells que podrien alimentar alguns dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic.⁸

Adrià Morron Salmeron

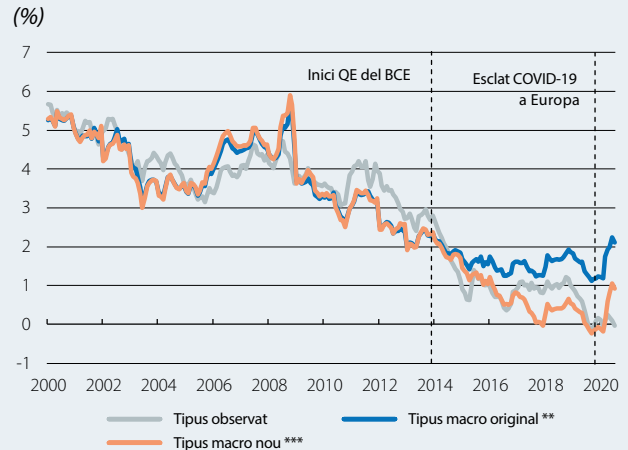
5. Al segon gràfic, el rebot del tipus macro que incorpora la política no convencional del BCE és una mica superior al del tipus macro original. La raó és que la sensibilitat dels tipus d'interès als canvis en les expectatives de creixement i d'inflació ha augmentat des del 2015. Això podria reflectir que són una mesura indirecta de les expectatives sobre si el BCE retirarà o intensificarà les compres d'actius que tant han afectat els tipus d'interès de mercat.

6. Vegeu un resum de les dues actuacions a les notes «[El Consejo Europeo llega a un acuerdo histórico sobre el Plan de Recuperación Europeo](#)» i «[Gracias a una actuación contundente, el BCE respira y se da un tiempo](#)», a www.caixabankresearch.com.

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

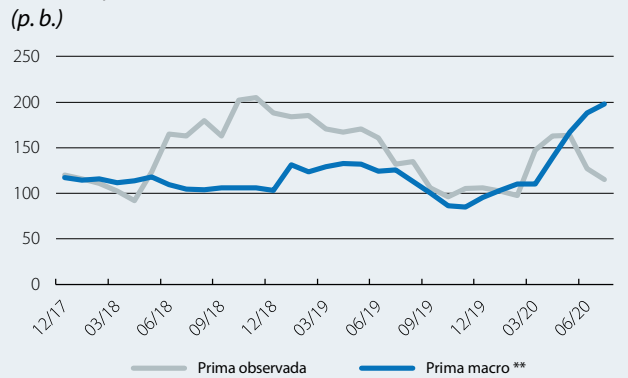
8. Analitzem la sensibilitat del deute públic als canvis en els tipus d'interès al Focus «[Ens ha de preocupar la sostenibilitat del deute públic a la zona de l'euro?](#)», a l'IM05/2020.

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



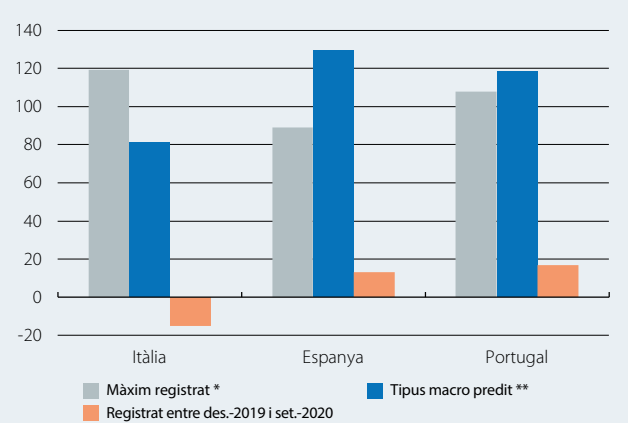
Notes: * Mitjana ponderada d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Irlanda, Itàlia, els Països Baixos i Portugal. ** Tipus d'interès predit pels fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, política monetària convencional del BCE, deute públic i expectatives de creixement i d'inflació) i estimat en funció de les relacions històriques fins al final del 2014. *** Afegim les compres d'actius del BCE com a nou fonament i es reestima el tipus macro en funció de les relacions històriques fins al començament del 2020.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, d'Eurostat i de Consensus Economics.

Prima de risc sobirana per al deute perifèric a 10 anys *



Notes: * Mitjana ponderada d'Espanya, Irlanda, Itàlia i Portugal. ** Prima de risc predita pels fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, política monetària convencional i no convencional del BCE, deute públic i expectatives de creixement i d'inflació) i estimada en funció de les relacions històriques fins al començament del 2020.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, d'Eurostat i de Consensus Economics.

Repunt en les primes de risc sobiranes (p. b.)



Notes: * Diferència entre la prima de risc més alta observada (amb dades de tancament diàries) al llarg dels mesos de març, abril i maig del 2020 i la registrada el 31 de desembre del 2019. ** Diferència entre la prima de risc predita pels fonaments macroeconòmics al desembre del 2019 i al juliol del 2020.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, d'Eurostat i de Consensus Economics.