

## El BCE y las primas de riesgo en la periferia

El BCE gestiona la política monetaria de una unión formada por distintas economías europeas, cada una con su estructura económica, fiscal, social y política. Ello implica que un cambio en su política monetaria pueda transmitirse de forma heterogénea entre los países de la eurozona. Por ejemplo, si hay dudas sobre la capacidad de pago de la deuda en algún país debido a su escaso crecimiento económico a largo plazo o a su elevada ratio de deuda sobre el PIB, es probable que una subida de los tipos de interés oficiales, como la que está realizando actualmente el BCE para combatir la elevada inflación, aumente de forma desigual los tipos de interés soberanos en la eurozona.

En el primer gráfico se muestra el aumento de los tipos de interés alrededor de las fechas en las que el BCE anticipó que pretendía abandonar los tipos de interés negativos durante el 3T 2022. Así, podemos observar cómo el rendimiento de la deuda soberana a 10 años aumentó en Alemania unos 80 p. b., mientras que en Italia lo hizo en casi 130 p. b. La respuesta del BCE a esta reacción asimétrica de los mercados financieros no se hizo esperar y, solamente seis días después de la reunión del 9 de junio en la que explicitó cómo se producirían las subidas de los tipos de interés oficiales durante el 3T 2022, se reunió de urgencia para anunciar dos decisiones encaminadas a contener el repunte de las primas de riesgo,<sup>1</sup> detalladas a continuación.

### Herramientas para aplacar la subida de las primas de riesgo en la periferia: reinversiones flexibles del PEPP y TPI

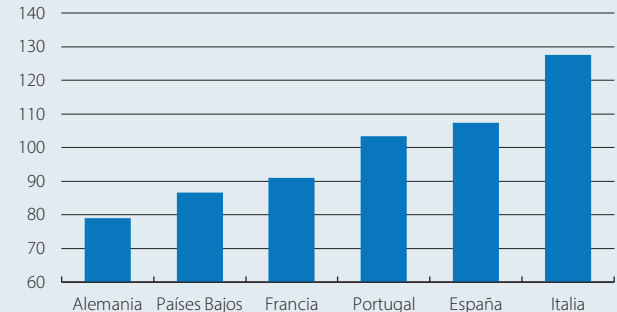
Pese a que las compras netas del PEPP (*pandemic emergency purchase programme*) finalizaron en marzo, el BCE continúa activo en el mercado de deuda soberana en este programa al estar reinvertiendo los activos a su vencimiento. El total de deuda pública que posee el BCE bajo el PEPP son unos 1.650 miles de millones de euros, de los cuales mensualmente vencen alrededor de unos 20.000 millones. Con esta limitada capacidad, el BCE empezó en junio a sesgar las reinversiones de la deuda desde los países del núcleo de la eurozona hacia los de la periferia con el objetivo de contener sus primas de riesgo (véase el segundo gráfico).

Sin embargo, el foco de atención ha sido puesto sobre el nuevo mecanismo del BCE, el TPI (*transmission protection instrument*), una herramienta cuyos principales detalles se publicaron en la reunión del 21 de julio. El TPI permitirá al BCE la adquisición de deuda de los países en los que estime que el repunte de sus primas de riesgo pone en jaque la transmisión de la política monetaria, sin que ello esté justificado por los fundamentales macroeconómicos. De entrada, el volumen de activos que se podría adquirir con este programa es ilimitado y no se descarta la posibilidad de adquirir deuda corporativa. El BCE ha explicado que estas

1. La prima de riesgo es el sobrecoste que paga un país emisor de deuda con relación al bono alemán a 10 años para recompensar al inversor por invertir en un activo de mayor riesgo.

### Tipos de interés soberanos a 10 años: variación entre el 27 de mayo y el 14 de junio de 2022

(p. b.)

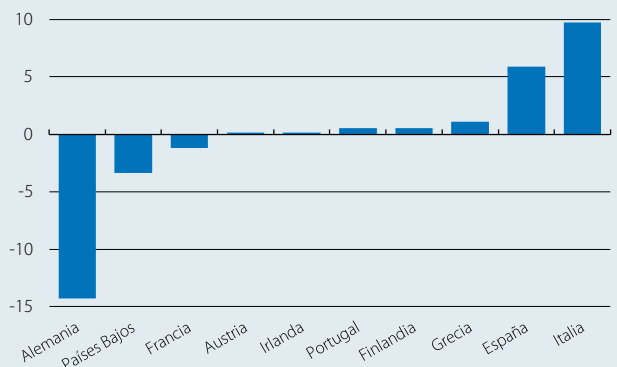


**Nota:** Christine Lagarde publicó una entrada en el blog del BCE el 23 de mayo de 2022 explicando cuándo esperaba finalizar las compras netas del APP y cómo realizar las primeras subidas de tipos. El 9 de junio se confirmó esta expectativa en la reunión del Consejo de Gobierno y el 15 de junio se reunió de urgencia para responder a este aumento asimétrico de los tipos de interés soberanos.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### PEPP: compras netas de deuda soberana realizadas en junio y julio de 2022

(Miles de millones de euros)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

compras no interferirán con la orientación de la política monetaria, por lo que no deberían tener un impacto persistente en el balance del banco central ni en la liquidez de la economía, aunque no ha especificado todavía los detalles sobre cómo esterilizaría estas eventuales compras.

Por otro lado, el Consejo de Gobierno del BCE juzgará qué países son elegibles para beneficiarse de este instrumento teniendo en cuenta algunos criterios de carácter macroeconómico (véase la tabla). En general, estos criterios no parecen ser excesivamente exigentes, por lo que hoy por hoy muy probablemente todos los países de la eurozona podrían ser elegibles. En cuanto a la primera condición especificada, actualmente las normas del *excessive deficit procedure* (EDP)<sup>2</sup> se encuentran suspendidas y no se espe-

2. En concreto, i) no tener un déficit fiscal superior al 3% y ii) no tener una ratio de deuda sobre el PIB superior al 60%, o, en caso de serlo, tener una tendencia decreciente (reducción de 1/20 anual en promedio durante los últimos tres años).

ra que se reintroduzcan hasta 2024, por lo que durante 2022 y 2023 todos los países podrían ser elegibles según este criterio. Asimismo, en caso de que algún país entrase en el proceso del EDP, o en el *excessive imbalance procedure* (EIP) de la segunda condición, podría ser todavía elegible para el TPI si se juzga que se están siguiendo las recomendaciones del Consejo de la UE para corregir dichos desequilibrios. Del mismo modo, la tercera condición también está sujeta a mucha subjetividad, pues no existe una única definición de sostenibilidad de la deuda y el Consejo de Gobierno se ha dotado de suficiente discrecionalidad para poder juzgar sobre este asunto. Por último, en cuanto a cumplir con los compromisos del Plan de Resiliencia y Recuperación y con las recomendaciones semestrales de la Comisión Europea, parece lógico suponer que ningún país de la UE incumpla flagrantemente con sus compromisos.

**Las primas de riesgo en la periferia en el 3T 2022: por encima de lo esperado según sus fundamentales**

Como se ha mencionado, el BCE optará por utilizar la herramienta del TPI si considera que la prima de riesgo observada en un país miembro se sitúa significativamente por encima de la prima de riesgo coherente con los fundamentales macroeconómicos, la denominada prima de riesgo macro. La pregunta que nos surge entonces es: ¿cuáles son las primas de riesgo macro actuales y cómo comparan con las observadas en el mercado de deuda soberana?

Pese a que la prima de riesgo macro de un país no es una variable observable, sí que puede ser estimada de acuerdo con un conjunto de variables. Por un lado, el crecimiento económico y la ratio de deuda sobre el PIB son variables que determinan la capacidad de pago de la deuda de un país. Desde un punto de vista monetario, la tasa de inflación y los tipos de interés de referencia fijados por el BCE también tienen una influencia sobre el tipo macro. Por otro lado, debemos considerar la rentabilidad de la deuda de países no pertenecientes a la eurozona, puesto que representan oportunidades de inversión alternativas, así como el grado de incertidumbre reinante en los mercados financieros. Poniendo todos estos elementos en la coctelera, estimamos el tipo de interés macro de los países del núcleo y de la periferia de la eurozona mediante un modelo sencillo.<sup>3</sup>

Los resultados correspondientes a lo que llevamos de 3T 2022 muestran que, a diferencia de lo que ocurre en los países del núcleo de la eurozona, las primas de riesgo

3. Se estima una regresión (mínimos cuadrados ordinarios) con datos panel entre el 1T 1999 y el 4T 2009 para Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia, Irlanda, Países Bajos y Portugal. No se considera el periodo a partir del 1T 2010 ya que la crisis de la deuda soberana, la implementación no convencional de la política monetaria del BCE y la crisis de la COVID-19 alterarían de manera significativa las estimaciones del modelo. Se incluyen como variables explicativas del tipo macro el crecimiento del PIB real, la ratio de deuda sobre el PIB, la tasa de inflación, el euríbor a tres meses, un indicador de volatilidad bursátil (VSTOXX), el tipo soberano estadounidense a 10 años y efectos fijos de país. El R<sup>2</sup> de la regresión es del 77% y los coeficientes estimados están en línea con artículos relacionados. Por ejemplo, véase Pamies *et al.* (2021). «Do Fundamentals Explain Differences between Euro Area Sovereign Interest Rates?». European Commission, European Economy Discussion Papers.

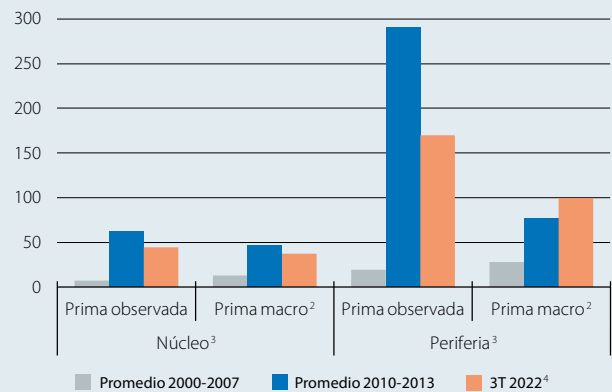
**Criterios de elegibilidad especificados por el BCE**

- 1. No estar sujeto al *excessive deficit procedure* o, estándolo, cumplir con las recomendaciones del Consejo de la UE.
- 2. No estar sujeto al *excessive imbalance procedure* o, estándolo, cumplir con las recomendaciones del Consejo de la UE.
- 3. Considerar la trayectoria de la deuda pública como sostenible, teniendo en cuenta, entre otros, los análisis de la Comisión Europea, del FMI o del propio BCE.
- 4. Cumplir con los compromisos del Plan de Resiliencia y Recuperación y con las recomendaciones semestrales de la Comisión Europea.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de información del BCE.

**Primas de riesgo soberanas para la deuda a 10 años<sup>1</sup>**

(p. b.)



Notas: 1. Diferencia entre el tipo de interés a 10 años que paga un país emisor de deuda con relación al bono alemán. 2. Prima de riesgo predicha por los fundamentos macroeconómicos (crecimiento económico, deuda pública, inflación, política monetaria del BCE, volatilidad bursátil y condiciones financieras globales). 3. Núcleo: promedio ponderado de Austria, Bélgica, Francia y Países Bajos. Periferia: promedio ponderado de España, Italia y Portugal. 4. Se utilizan datos hasta el 18 de agosto. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Oxford Economics, de Datastream, de Bloomberg, de la European Banking Federation y de STOXX.

observadas en la periferia se sitúan por encima de lo que los fundamentales macroeconómicos sugerirían. No obstante, la diferencia entre la prima observada y la prima macro está muy lejos de la que se dio durante la crisis de la deuda soberana 2010-2013 (véase el tercer gráfico). Con la prima de riesgo italiana alrededor de los 220 p. b. y la española y portuguesa algo por encima de los 100 p. b., el BCE no estima que sea necesario activar todavía el TPI. Sin embargo, cuando en junio la prima de riesgo italiana repuntó hasta cerca de los 250 p. b., sonaron las alarmas en el Consejo de Gobierno para empezar a diseñar el TPI. Así, es posible que, en caso de que la prima de riesgo del país transalpino volviera a situarse o superara estos niveles, el BCE pusiera sobre la mesa la posibilidad de adquirir deuda pública italiana a través del TPI. Lo interesante es que esto no quiere decir que finalmente tuviera que hacerlo, porque la simple advertencia de que está dispuesto a hacerlo en torno a estos niveles podría ser suficiente para moderar la prima de riesgo.

Eduard Llorens i Jimeno y Ricard Murillo Gili