

El BCE i les primes de risc a la perifèria

El BCE gestiona la política monetària d'una unió formada per diferents economies europees, cadascuna amb la seva estructura econòmica, fiscal, social i política. Això implica que un canvi en la seva política monetària es pot transmetre de manera heterogènia entre els països de la zona de l'euro. Per exemple, si hi ha dubtes sobre la capacitat de pagament del deute en algun país, a causa del seu escàs creixement econòmic a llarg termini o de la seva elevada ràtio de deute sobre el PIB, és probable que una pujada dels tipus d'interès oficials, com la que està realitzant en l'actualitat el BCE per combatre l'elevada inflació, incrementi de manera desigual els tipus d'interès sobirans a la zona de l'euro.

Al primer gràfic es mostra l'augment dels tipus d'interès al voltant de les dates en què el BCE va anticipar que pretenia abandonar els tipus d'interès negatius durant el 3T 2022. Així, podem observar com el rendiment del deute sobirà a 10 anys va augmentar, a Alemanya, uns 80 p. b., mentre que, a Itàlia, va fer-ho en gairebé 130 p. b. La resposta del BCE a aquesta reacció asimètrica dels mercats financers no es va fer esperar i, només sis dies després de la reunió del 9 de juny, en què va explicar com es produïrien les pujades dels tipus d'interès oficials durant el 3T 2022, es va reunir d'urgència per anunciar dues decisions encaminades a contenir el repunt de les primes de risc,¹ detallades tot seguit.

Eines per aplacar la pujada de les primes de risc a la perifèria: reinversions flexibles del PEPP i del TPI

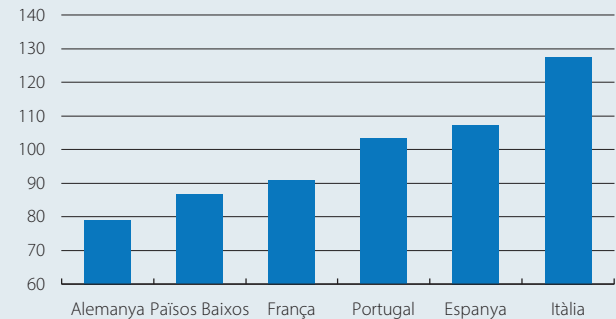
Malgrat que les compres netes del PEPP (*pandemic emergency purchase programme*) van finalitzar al març, el BCE continua actiu al mercat de deute sobirà en aquest programa, ja que reinverteix els actius al seu venciment. El total de deute públic que posseeix el BCE sota el PEPP és d'uns 1.650 milers de milions d'euros, dels quals en venen mensualment al voltant d'uns 20.000 milions. Amb aquesta capacitat limitada, el BCE va començar, al juny, a orientar les reinversions del deute des dels països del nucli de la zona de l'euro cap als de la perifèria, amb l'objectiu de contenir-ne les primes de risc (vegeu el segon gràfic).

No obstant això, el focus d'atenció s'ha posat sobre el nou mecanisme del BCE, el TPI (*transmission protection instrument*). Els principals detalls d'aquesta eina es van publicar en la reunió del 21 de juliol. El TPI permetrà al BCE l'adquisició de deute dels països en què estimi que el repunt de les primes de risc pot afectar la transmissió de la política monetària, sense que això estigui justificat pels fonamentals macroeconòmics. D'entrada, el volum d'actius

1. La prima de risc és el sobrecost que paga un país emissor de deute en relació amb el bo alemany a 10 anys per recompensar l'inversor per invertir en un actiu de major risc.

Tipus d'interès sobirans a 10 anys: variació entre el 27 de maig i el 14 de juny del 2022

(p. b.)

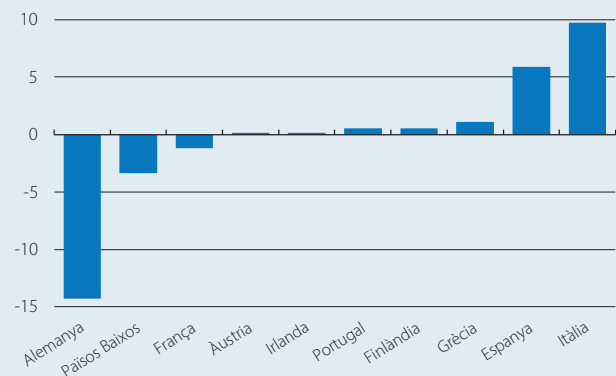


Nota: El 23 de maig del 2022, Christine Lagarde va publicar una entrada al blog del BCE explicant quan esperava finalitzar les compres netes de l'APP i com realitzar les primeres pujades de tipus. El 9 de juny, es va confirmar aquesta expectativa a la reunió del Consell de Govern i, el 15 de juny, es va reunir d'urgència per donar resposta a aquest augment asimètric dels tipus d'interès sobirans.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

PEPP: compres netes de deute sobirà realitzades al juny i al juliol del 2022

(Milers de milions d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

que es podria adquirir amb aquest programa és il·limitat, i no es descarta la possibilitat d'adquirir deute corporatiu. El BCE ha explicat que aquestes compres no interferiran en l'orientació de la política monetària, de manera que no haurien de tenir un impacte persistent sobre el balanç del banc central ni sobre la liquiditat de l'economia, tot i que no ha especificat encara els detalls sobre com esterilitzaria aquestes eventuales compres.

D'altra banda, el Consell de Govern del BCE jutjarà quins països són elegibles per beneficiar-se d'aquest instrument tenint en compte alguns criteris de caràcter macroeconòmic (vegeu la taula). En general, no sembla que aquests criteris siguin gaire exigents, de manera que, ara com ara, és molt probable que tots els països de la zona de l'euro puguin ser elegibles. Pel que fa a la primera condició especificada, en l'actualitat les normes de l'*excessive deficit pro-*

cedure (EDP)² es troben suspeses, i no s'espera que es reintrodueixin fins al 2024, de manera que, durant el 2022 i el 2023, tots els països podrien ser elegibles segons aquest criteri. Així mateix, si algun país entrés en el procés de l'EDP, o en l'*excessive imbalance procedure* (EIP) de la segona condició, podria ser encara elegible per al TPI si es jutja que s'estan seguint les recomanacions del Consell de la UE per corregir aquests desequilibris. De la mateixa manera, la tercera condició també està subjecta a molta subjectivitat, perquè no existeix una única definició de sostenibilitat del deute, i el Consell de Govern s'ha dotat de prou discrecionalitat per poder jutjar sobre aquest assumpte. Finalment, pel que fa al compliment dels compromisos del Pla de Resiliència i Recuperació i de les recomanacions semestrals de la Comissió Europea, sembla lògic suposar que cap país de la UE incomplirà de forma flagrant els seus compromisos.

Les primes de risc a la perifèria en el 3T 2022: per damunt del que s'esperava segons els seus fonamentals

Com s'ha esmentat, el BCE optarà per utilitzar l'eina del TPI si considera que la prima de risc observada en un país membre se situa de manera significativa per damunt de la prima de risc coherent amb els fonamentals macroeconòmics, l'anomenada prima de risc macro. La pregunta que sorgeix llavors és: quines són les primes de risc macro actuals i com es comparen amb les observades al mercat de deute sobirà?

Malgrat que la prima de risc macro d'un país no és una variable observable, sí que pot ser estimada d'acord amb un conjunt de variables. D'una banda, el creixement econòmic i la ràtio de deute sobre el PIB són variables que determinen la capacitat de pagament del deute d'un país. Des d'un punt de vista monetari, la taxa d'inflació i els tipus d'interès de referència fixats pel BCE també tenen una influència sobre el tipus macro. De l'altra, hem de considerar la rendibilitat del deute de països no pertanyents a la zona de l'euro, ja que representen oportunitats d'inversió alternatives, així com el grau d'incertesa regnant als mercats financers. Posant tots aquests elements a la cotelera, estimem el tipus d'interès macro dels països del nucli i de la perifèria de la zona de l'euro mitjançant un model senzill.³

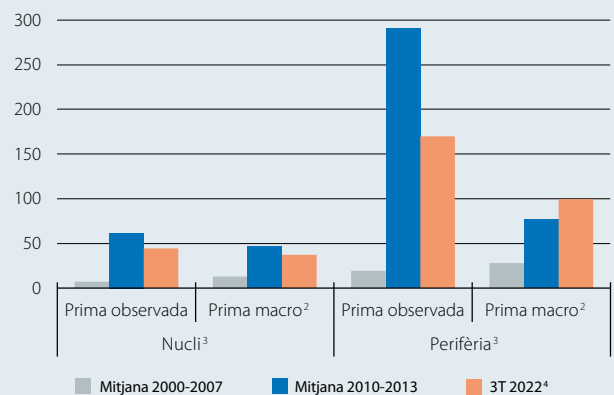
2. En concret, i) no tenir un dèficit fiscal superior al 3% i ii) no tenir una ràtio de deute sobre el PIB superior al 60% o, si ho és, tenir una tendència decreixent (reducció d'1/20 anual de mitjana durant els tres últims anys).
3. S'estima una regressió (mínims quadrats ordinaris) amb dades de panell entre el 1T 1999 i el 4T 2009 per a Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Itàlia, Irlanda, els Països Baixos i Portugal. No es considera el període a partir del 1T 2010, ja que la crisi del deute sobirà, la implementació no convencional de la política monetària del BCE i la crisi de la COVID-19 alterarien de manera significativa les estimacions del model. S'inclouen com a variables explicatives del tipus macro el creixement del PIB real, la ràtio de deute sobre el PIB, la taxa d'inflació, l'euríbor a tres mesos, un indicador de volatilitat borsària (VSTOXX), el tipus sobirà nord-americà a 10 anys i els efectes fixos de país. El R² de la regressió és del 77%, i els coeficients estimats estan en línia amb articles relacionats. Per exemple, vegeu Pamies *et al.* (2021), «Do Fundamentals Explain Differences between Euro Area Sovereign Interest Rates?», European Commission, European Economy Discussion Papers.

Criteris d'elegibilitat especificats pel BCE

- 1. No estar subjecte a l'*excessive deficit procedure* o, si s'hi està, complir les recomanacions del Consell de la UE.
- 2. No estar subjecte a l'*excessive imbalance procedure* o, si s'hi està, complir les recomanacions del Consell de la UE.
- 3. Considerar la trajectòria del deute públic com a sostenible, tenint en compte, entre d'altres, les anàlisis de la Comissió Europea, de l'FMI o del BCE mateix.
- 4. Complir els compromisos del Pla de Resiliència i Recuperació i les recomanacions semestrals de la Comissió Europea.

Font: CaixaBank Research, a partir d'informació del BCE.

Primes de risc sobiranes per al deute a 10 anys¹ (p. b.)



Notes: 1. Diferència entre el tipus d'interès a 10 anys que paga un país emissor de deute en relació amb el bo alemany. 2. Prima de risc predita pels fonaments macroeconòmics (creixement econòmic, deute públic, inflació, política monetària del BCE, volatilitat borsària i condicions financeres globals). 3. Nucli: mitjana ponderada d'Àustria, Bèlgica, França i els Països Baixos. Perifèria: mitjana ponderada d'Espanya, Itàlia i Portugal. 4. S'utilitzen dades fins al 18 d'agost. Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Oxford Economics, de Datastream, de Bloomberg, de l'European Banking Federation i d'STOXX.

Els resultats corresponents al que portem de 3T 2022 mostren que, a diferència del que succeeix als països del nucli de la zona de l'euro, les primes de risc observades a la perifèria se situen per damunt del que els fonamentals macroeconòmics suggeririen. No obstant això, la diferència entre la prima observada i la prima macro se situa molt lluny de la que es va donar durant la crisi del deute sobirà del 2010-2013 (vegeu el tercer gràfic). Amb la prima de risc italiana al voltant dels 220 p. b., i l'espanyola i la portuguesa una mica per damunt dels 100 p. b., el BCE no estima que sigui necessari activar encara el TPI. No obstant això, quan, al juny, la prima de risc italiana es va apropar als 250 p. b., van sonar les alarmes al Consell de Govern per començar a dissenyar el TPI. Així, és possible que, si la prima de risc del país transalpí es torna a situar en aquests nivells o els supera, el BCE posi sobre la taula la possibilitat d'adquirir deute públic italià a través del TPI. L'interessant és que això no vol dir que finalment hagi de fer-ho, perquè el simple advertiment que està disposat a fer-ho al voltant d'aquests nivells podria ser suficient per moderar la prima de risc.

Eduard Llorens i Jimeno i Ricard Murillo Gili