

Primas de riesgo y macroeconomía: una relación robusta y transversal

Las primas de riesgo definieron una época económica y política de la eurozona.¹ Tensionadas hasta niveles extremos entre 2011 y 2013, se erigieron como indicador del riesgo de ruptura de la unión monetaria y dieron lugar a efemérides como el *whatever it takes* de Mario Draghi.² En los últimos años, el escenario económico y político tampoco ha sido fácil para la eurozona y, sin embargo, las primas de riesgo fueron capaces de cerrar 2025 en mínimos de más de 15 años: Portugal, España e Italia, que en 2012, cuando el tipo alemán rondaba el 1,5%, llegaron a ver sus primas en más de 1.500 p. b., 600 p. b. y 500 p. b., respectivamente, terminaron 2025 en 30 p. b., 43 p. b. y 70 p. b.

En la última década, las primas de riesgo han encontrado un punto medio entre la bonanza de los 2000 (cuando los bonos soberanos cotizaban en el mercado prácticamente sin distinción de país) y el estrés de la crisis de la deuda soberana de 2010-2012. En este punto medio, los inversores discriminan según la salud macroeconómica y financiera de cada país sin cuestionar la supervivencia del euro. Así, la distensión de las primas de riesgo portuguesa y española ha ido de la mano de una mejora evidente de su desempeño macroeconómico frente a Alemania, un claro compromiso con la sostenibilidad fiscal y la recuperación de sus notas crediticias por parte de las agencias de *rating* (véase la tabla). En cambio, Francia, con un desempeño económico lánguido y un deterioro de sus cuentas públicas y su nota crediticia, ha sufrido un reajuste al alza de su prima de riesgo (pasando de unos 30 p. b. prepandemia a cerca de los 70 p. b. a cierre de 2025).

La relación entre fundamentos macroeconómicos y primas de riesgo puede constatarse de manera formal. Los tipos de interés de la deuda pública dependen de fundamentos como el endeudamiento y el crecimiento económico (que determinan la capacidad de pago de un estado), la política monetaria del BCE y de 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. Aprovechando la relación histórica entre todos estos ingredientes y los tipos de interés,

1. En este artículo, la prima de riesgo se refiere al diferencial entre el tipo de interés soberano a 10 años de un país de la eurozona y su homólogo alemán.
 2. El 26 de julio de 2012, el presidente del BCE Mario Draghi declaró que haría «lo que haga falta» (en inglés, *whatever it takes*) para preservar el euro. Sus palabras se convirtieron en un símbolo de la supervivencia de la eurozona. Véase «Mario Draghi y su “parole, parole”» en el IM01/2018.

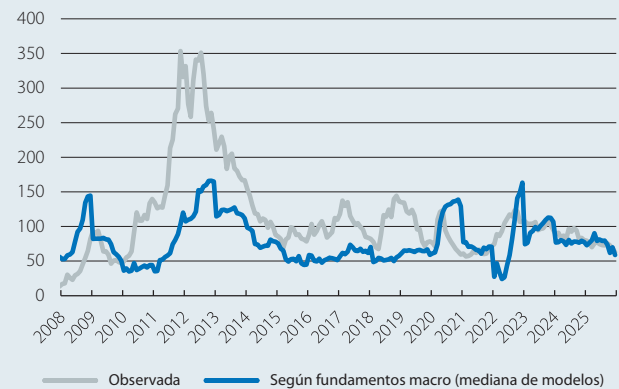
Fundamentos macroeconómicos para las primas de riesgo y los tipos soberanos

	Previsión PIB		Previsión inflación		Deuda pública		Rating	
	2014	Dic. 2025	2014	Dic. 2025	2014	Dic. 2025	2014	Dic. 2025
Francia	1,1	1,0	1,1	1,3	96	116	AA	A+
Italia	0,9	0,7	0,9	1,4	135	136	BBB	BBB
España	1,6	2,2	0,9	2,1	104	100	BBB	A
Portugal	1,3	2,1	0,7	2,0	133	91	BB	A
Alemania	1,8	1,0	1,7	2,0	74,5	63	AAA	AAA

Nota: Previsiones de PIB e inflación a un año vista según Consensus Forecasts o consenso de Bloomberg; deuda pública como % del PIB (previsión de la Comisión Europea para dic. 2025); rating compuesto de Bloomberg (nota crediticia media de Fitch, Moody's y S&P).

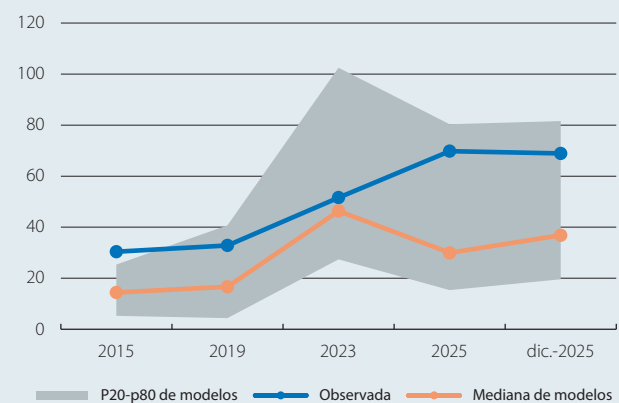
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Forecasts, de Eurostat y de Bloomberg.

Prima de riesgo soberana: promedio de Francia, Italia, España y Portugal (p. b.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de estimaciones propias.

Francia: prima de riesgo (p. b.)



Nota: P20-p80 indica el rango entre los percentiles 20 y 80.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de estimaciones propias.

podemos cuantificar una prima de riesgo soberana coherente con los fundamentos macroeconómicos.^{3,4}

Como muestra el primer gráfico, los fundamentos macro han sido un buen indicador de las primas de riesgo soberanas observadas en el mercado en los últimos años. De hecho, la moderación sostenida de las principales primas de riesgo de la eurozona va claramente de la mano de lo predicho por los fundamentos. Sin embargo, la visión es algo distinta si analizamos país a país.

A diferencia de las economías periféricas tradicionales, en los últimos años Francia ha sufrido una prima de riesgo persistentemente más alta. Este reajuste del mercado no solo se debe a cierto cambio de visión de los inversores,⁵ sino que recoge una modificación de los fundamentos macroeconómicos: en los últimos años, Francia ha sufrido un claro deterioro de sus cuentas públicas (su deuda se estima casi en el 120% en 2025, con un déficit público previsto del 5,4% y con visos de seguir elevado) mientras perdía dinamismo económico y veía rebajas de su nota crediticia por parte de las tres grandes agencias de *rating*.

Italia, lastrada de partida por unos peores niveles de deuda pública y de nota crediticia, ha conseguido encauzar la situación en 2025 y alcanzar su menor prima de riesgo desde 2008, destacando, especialmente, la notable corrección del déficit público (del 7,2% en 2023 a un 3,0% previsto en 2025) y una resiliencia que le permitió obtener, en 2025, un aumento de su *rating* soberano en un escalón por parte de las tres grandes agencias.

En el otro extremo, España y Portugal dibujan una mejora mucho más sostenida de sus primas de riesgo. Esta mejora es muy visible en las primas cotizadas en los mercados financieros (mínimos de 2008 en ambos casos) y está claramente reflejada en la evolución predicha por los fundamentos: ambas economías están a la cabeza del crecimiento económico de la eurozona en 2025, vienen reduciendo su deuda pública de manera continuada y, en el último año, han visto mejoras generalizadas de su *rating* soberano.

En conjunto, el ejercicio sugiere que la evolución de los fundamentos macroeconómicos puede explicar el comportamiento de las primas de riesgo soberanas de los últimos años, desde la mejora de la periferia tradicional al deterioro

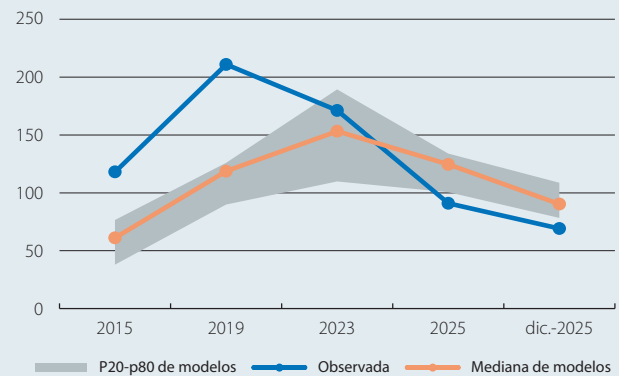
3. Presentamos un modelo de tipos de interés macro en «La fragilidad macroeconómica de los tipos de interés» (IM10/2020). Partiendo de ese ejercicio, ahora estimamos una regresión de panel para las primas de riesgo de Austria, Bélgica, Francia, Italia, Irlanda, España, Países Bajos y Portugal con datos entre enero del 2000 y diciembre de 2025 y 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, los activos de deuda pública adquiridos por el Eurosistema, el *rating* soberano y un indicador de tensiones en la eurozona (variable binaria que es igual a 1 si una prima de riesgo soberana se tensiona marcadamente).

4. Además de la estimación base, reflejamos la incertidumbre que rodea estos ejercicios realizando 20 estimaciones alternativas, en las que excluimos individualmente PIB, inflación, euríbor a 3 meses, deuda pública, activos del BCE y *rating* y, en cada caso, con tres muestras temporales (hasta el año 2019, hasta 2022 y hasta 2025).

5. Entre 2023 y 2025, la prima ha pasado de estar en el centro del intervalo predicho por los fundamentos a situarse en la banda alta.

Italia: prima de riesgo

(p. b.)

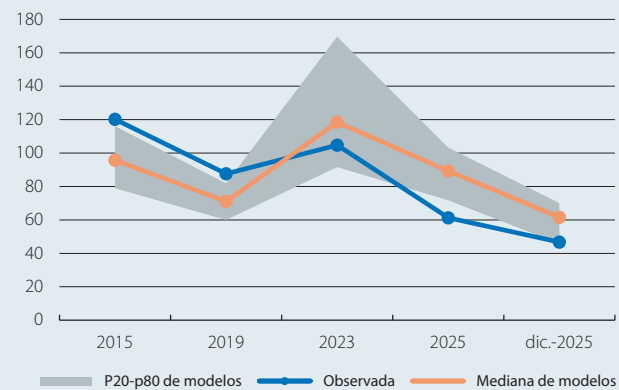


Nota: P20-p80 indica el rango entre los percentiles 20 y 80.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de estimaciones propias.

España: prima de riesgo

(p. b.)

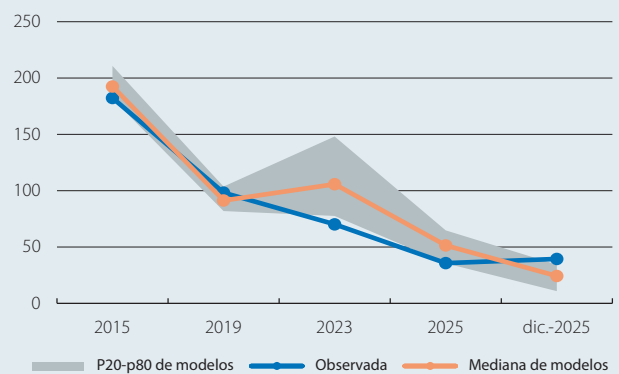


Nota: P20-p80 indica el rango entre los percentiles 20 y 80.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de estimaciones propias.

Portugal: prima de riesgo

(p. b.)



Nota: P20-p80 indica el rango entre los percentiles 20 y 80.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de estimaciones propias.

de Francia. Sin embargo, el ejercicio también muestra que hay un abanico de primas de riesgo coherentes con unos mismos fundamentos macroeconómicos.⁶ Para mantener los mercados anclados en la banda más favorable de este abanico, será importante reforzar la salud de los fundamentos, especialmente dada la exigencia del entorno global.

6. Véase la nota al pie 4.