

LA AMPLIACIÓN DE LOS DIFERENCIALES SOBERANOS EN LA ZONA DEL EURO  
DURANTE LA CRISIS

Este artículo ha sido elaborado por Ana del Río y Carmen Marín, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

En una unión monetaria, las diferencias en rentabilidad entre los bonos soberanos — con mismo vencimiento y estructura de pagos — recogen, en condiciones normales, la compensación que los inversores demandan por asumir un diferente nivel de riesgo de crédito y grado de liquidez de los títulos.

Con la creación de la Unión Económica y Monetaria europea en 1999 y la desaparición del riesgo de tipo de cambio, los diferenciales soberanos de los Estados miembros se situaron en niveles extremadamente reducidos. Sin embargo, la crisis financiera y económica, particularmente su intensificación en septiembre de 2008, derivó en desviaciones crecientes entre los tipos de la deuda pública de la zona del euro. Las divergencias se agravaron de forma extraordinaria en la primavera de 2010 como consecuencia de la crisis fiscal griega. La creciente preocupación de los inversores por la sostenibilidad de las finanzas públicas se trasladó también hacia otros Estados miembros, lo que se transformó en una crisis de confianza sin precedentes en la Unión, que planteó riesgos sobre la estabilidad financiera del área y que requirió que las autoridades europeas adoptaran medidas de emergencia durante la primavera de 2010.

Las tensiones mostraron ciertos síntomas de moderación a partir de junio de 2010 según se fueron estableciendo mecanismos de asistencia financiera, los Gobiernos confirmaron el adelanto de los planes de ajuste presupuestario, los Tesoros colocaron con éxito nuevas emisiones y se anunciaron y publicaron los resultados de las pruebas de resistencia del sector bancario en la UE. Aunque la respuesta institucional contribuyó a contener la inestabilidad de los mercados de deuda pública, la fragilidad de la situación se volvió a manifestar al final del verano, cuando se reprodujeron las tensiones sobre la deuda pública irlandesa y portuguesa, cuya rentabilidad llegó a sobrepasar los valores máximos de mayo. En el caso de Irlanda, en noviembre tuvo lugar la activación de los mecanismos de asistencia establecidos en mayo.

La reevaluación del riesgo soberano y las mayores primas exigidas conllevan efectos muy inmediatos sobre el coste y, en casos extremos, el acceso a la financiación del sector bancario. Primas de riesgo elevadas de forma persistente repercuten en un mayor coste de la deuda pública, que dificulta la consecución de los objetivos de consolidación fiscal. Los mayores pagos por intereses van, asimismo, en detrimento de una composición del gasto público que favorezca el crecimiento sostenible de la economía.

El objetivo de este artículo es profundizar en el análisis de la evolución de los diferenciales soberanos del área del euro durante la crisis financiera y sus determinantes discutiendo el distinto papel desempeñado por el nivel de riesgo soberano percibido por los inversores, los cambios en la actitud hacia el riesgo y los aspectos relacionados con la liquidez. Para ello, tras esta introducción se describe el cambio en el comportamiento de los diferenciales del área desde 2007, para repasar, en el apartado tercero, los posibles determinantes fundamentales. Finalmente, se utilizan los resultados de un ejercicio sencillo de regresión, que utiliza como variables explicativas las habituales de la literatura, para aproximar el comportamiento de los diferenciales en función del de sus determinantes usuales en distintas etapas de la crisis. A pesar de las limitaciones de esta aproximación para abordar la complejidad del episodio de inestabilidad al que se siguen enfrentado los mercados de deuda pública del área, sí es posible extraer algunas conclusiones, que se recogen en el último apartado.

**La evolución  
de los diferenciales  
soberanos en el área  
del euro**

Desde el inicio de la UEM, los diferenciales de los bonos soberanos en la zona del euro se situaron en niveles extremadamente reducidos. Hasta el año 2007, el promedio de las diferencias en rentabilidad de los distintos bonos a diez años frente al Bund alemán fue de apenas 15 puntos básicos (pb), llegando puntualmente a sobrepasar los 40 pb (véase gráfico 1). Durante este período, la correlación entre los tipos fue muy elevada y, como se ilustra en el gráfico, más del 95% del movimiento en los tipos a diez años podría explicarse por una única variable común<sup>1</sup>. A mediados de 2008 las rentabilidades soberanas del área comenzaron a divergir, y el porcentaje de la varianza no explicada por ese factor común se elevó hasta niveles superiores al 50% a principios de 2010, registro similar al observado en el período previo a la creación de la UEM.

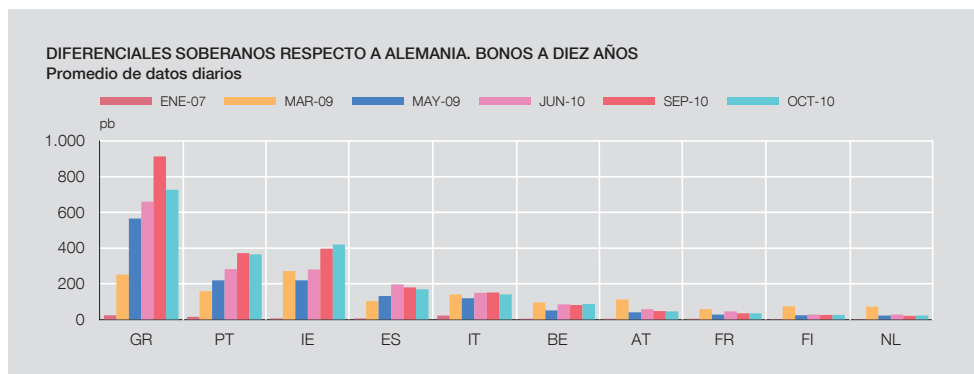
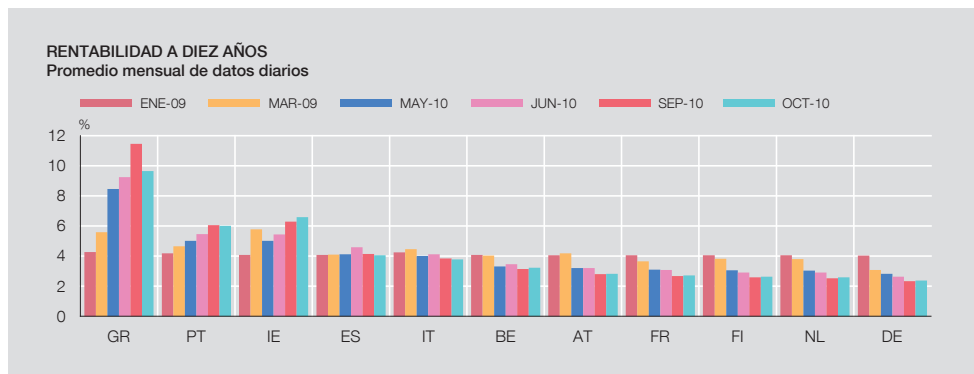
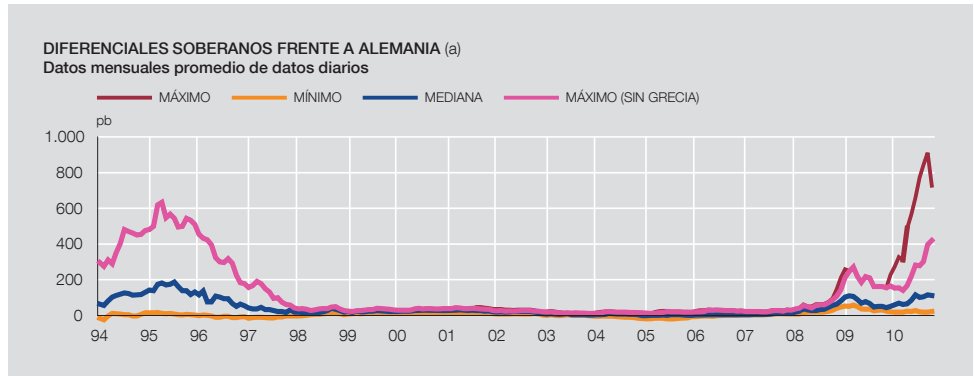
A partir del inicio de las tensiones financieras a mediados de 2007, los niveles más elevados de los diferenciales de rentabilidad entre emisiones soberanas del área se alcanzaron en varios momentos diferenciados. El primer repunte significativo se produjo en enero de 2009, tras la escalada de la crisis financiera y su superposición con la contracción económica global. Como documentan en más detalle Ejsing y Lemke (2009), esta etapa vino acompañada de una transferencia de riesgo importante desde el sector bancario a las Administraciones Públicas, a través de las ayudas de Estado dirigidas a las instituciones financieras en forma de capital y de garantías.

La segunda escalada en los diferenciales soberanos se produjo en la primavera de 2010, tras desvelarse graves deficiencias en las estadísticas fiscales de Grecia, que habían ocultado una posición fiscal difícil de sostener. La calidad crediticia de la deuda soberana griega fue rebajada hasta niveles de grado especulativo por parte de S&P y de Moody's, en abril y junio de 2010, respectivamente. Esta pérdida de calificación supuso una caída adicional en la demanda de bonos griegos por parte de inversores institucionales con una vocación de cartera dirigida a instrumentos con grado de inversión —con calificación igual o superior a BBB o Baa3—. El tipo de la deuda griega a diez años llegó a sobrepasar los 900 pb frente al Bund alemán, y los problemas de sostenibilidad fiscal en Grecia acabaron gestando una crisis de confianza más generalizada, que afectó al conjunto del área.

Así, las circunstancias obligaron al Gobierno griego a solicitar en abril de 2010 asistencia financiera a los países de la UEM y al FMI. El paquete de ayuda financiera<sup>2</sup> a Grecia quedó confeccionado a principios de mayo, aunque se mostró insuficiente para hacer remitir las tensiones de los mercados de deuda.

Tras una efímera reacción positiva, los bonos griegos siguieron perdiendo valor, con señales de contagio crecientes hacia la deuda pública de otros países del área con déficits públicos más deteriorados y otros desequilibrios exteriores. Las otras referencias con mayores tipos fueron las irlandesas y las portuguesas, que sobrepasaron los 300 pb frente a la alemana en mayo, mientras que el diferencial español se elevó hasta los 200 pb. La inestabilidad también repercutió sobre el tipo de cambio del euro, que en un contexto de alta volatilidad sufrió una notable depreciación. Además, durante esta etapa se produjo el efecto inverso al de 2009, ya que la caída en el precio de los bonos públicos expuso al sector bancario a pérdidas potenciales elevadas y la fragilidad financiera del sector público ponía en cuestión el valor de las garantías explícitas o implícitas que los Estados habían extendido sobre los bancos naciona-

1. Esta variable común se aproxima, técnicamente, por el primer componente resultante de un análisis estándar de componentes principales. 2. Se trata de un programa de apoyo financiero de tres años, conjunto con el FMI, por valor global de 110 mm de euros y que lleva aparejado un plan riguroso de ajuste fiscal y de reformas estructurales consensuado con el FMI, la CE y el BCE. Además, el BCE dejó de exigir una calificación crediticia externa mínima al colateral emitido o garantizado por el Estado griego.



FUENTE: Banco de España.

a. Datos hasta 31 de octubre.  
 b. Incluye Grecia a partir de 2001.

les, en un contexto de incertidumbre sobre su posición patrimonial. Esto se reflejó en un alza en las primas de riesgo bancarias y en una contracción sustancial de las emisiones de las entidades, que afrontaron importantes dificultades de acceso a los mercados de financiación mayorista.

Ante esta situación, el 10 de mayo, los Gobiernos de la zona del euro se comprometieron a acelerar sus planes de austeridad fiscal, establecieron de forma inmediata el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y dieron el primer paso para la creación de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, que estuvo operativa a principios de agosto de 2010<sup>3</sup>. Además, para atajar las incertidumbres que surgieron en torno a la situación del sector bancario, se anunciaron y publicaron los resultados individuales de pruebas de resistencia de las entidades bancarias ante perturbaciones negativas. Este ejercicio coordinado a nivel europeo y para un amplio grupo de bancos reveló una posición global sólida del sector bancario, lo que supuso un paso importante hacia la reducción de la incertidumbre. Asimismo, se puso en marcha una reforma de la gobernanza en la UE para resolver las debilidades que se habían puesto de manifiesto en este ámbito.

Estas actuaciones contribuyeron a moderar las presiones sobre el coste de la deuda, aunque el diferencial griego a diez años se mantuvo en niveles muy elevados, que solo comenzaron a ceder en septiembre, tras recibir una valoración positiva de la ejecución de su programa económico, lo que permitía el segundo desembolso de fondos dentro del paquete de préstamos acordado por el FMI y los países del área. No obstante, los inversores siguieron mostrando una gran cautela ante el riesgo de desviaciones en los objetivos fiscales y, a finales del verano, se reprodujo un brote de desconfianza, que afectó de manera particular a la deuda pública irlandesa y portuguesa, cuya rentabilidad llegó a sobrepasar los valores máximos de mayo. Las tensiones estuvieron relacionadas con el empeoramiento que venía sufriendo el sector bancario irlandés, sometido a un largo proceso de reestructuración y con una fuerte dependencia de ayudas públicas, lo que conllevó una reevaluación del riesgo para las arcas públicas irlandesas. En el caso de Portugal, la revisión a la baja del crecimiento económico para 2011 y la evolución relativamente desfavorable de la ejecución presupuestaria se interpretaron como una amenaza para la consecución de los objetivos de déficit público, elevando sustancialmente el esfuerzo requerido para recobrar la senda de consolidación prevista originalmente. En noviembre, las tensiones en el caso irlandés terminaron llevando al Gobierno de este país a solicitar los apoyos financieros contemplados en los mecanismos creados en mayo de este mismo año.

Considerando un período que cubre desde el comienzo de la crisis financiera en 2007 hasta octubre de 2010, se identifican discrepancias notables en la evolución de la rentabilidad y de los diferenciales frente al Bund alemán (véase tercer panel del gráfico 1). Desde 2007, la rentabilidad del bono alemán a diez años cayó más de un punto porcentual, hasta situarse en octubre en niveles históricamente bajos, algo por encima del 2%, lo que en buena parte refleja su papel como activo refugio en este período de turbulencias. En Finlandia, Holanda, Austria y Francia, también se produjeron descensos de los tipos a largo, situándose por debajo del 3% desde el verano. Sin considerar Grecia, el mayor repunte de los tipos desde 2007 se produjo en Irlanda y Portugal, hasta situarse en niveles superiores al 6% en octubre, frente al 4% a principios de 2007. En cambio, en este período, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años se ha mantenido relativamente estable en niveles próximos a los de 2007.

---

3. El valor global de los mecanismos de asistencia para salvaguardar la estabilidad financiera sería de 750 mm de euros, contando con una posible aportación máxima de 250 mm de euros del FMI. A su vez, el BCE lanzó temporalmente el Programa para el Mercado de Valores, con el fin de normalizar el funcionamiento de los mercados de deuda, con el que adquirió más de 60 mm de euros de bonos públicos en los mercados secundarios entre mayo y julio de 2010.

## Los posibles determinantes

En una unión monetaria, la distinta rentabilidad de los bonos públicos —en la misma moneda, con un mismo vencimiento y estructura de pagos— recoge, en ausencia de tensiones, primas de liquidez y de riesgo de crédito. Como se explica a continuación, estos factores han venido a desempeñar un papel determinante en la evolución de los diferenciales soberanos, sin descartar que en momentos excepcionales, como los acontecidos durante la primavera de 2010 con la crisis griega o más recientemente en el caso de la deuda irlandesa, se puedan producir contagios y sobrerreacciones que amplifican artificialmente los efectos de esos factores fundamentales.

### LAS PRIMAS DE LIQUIDEZ

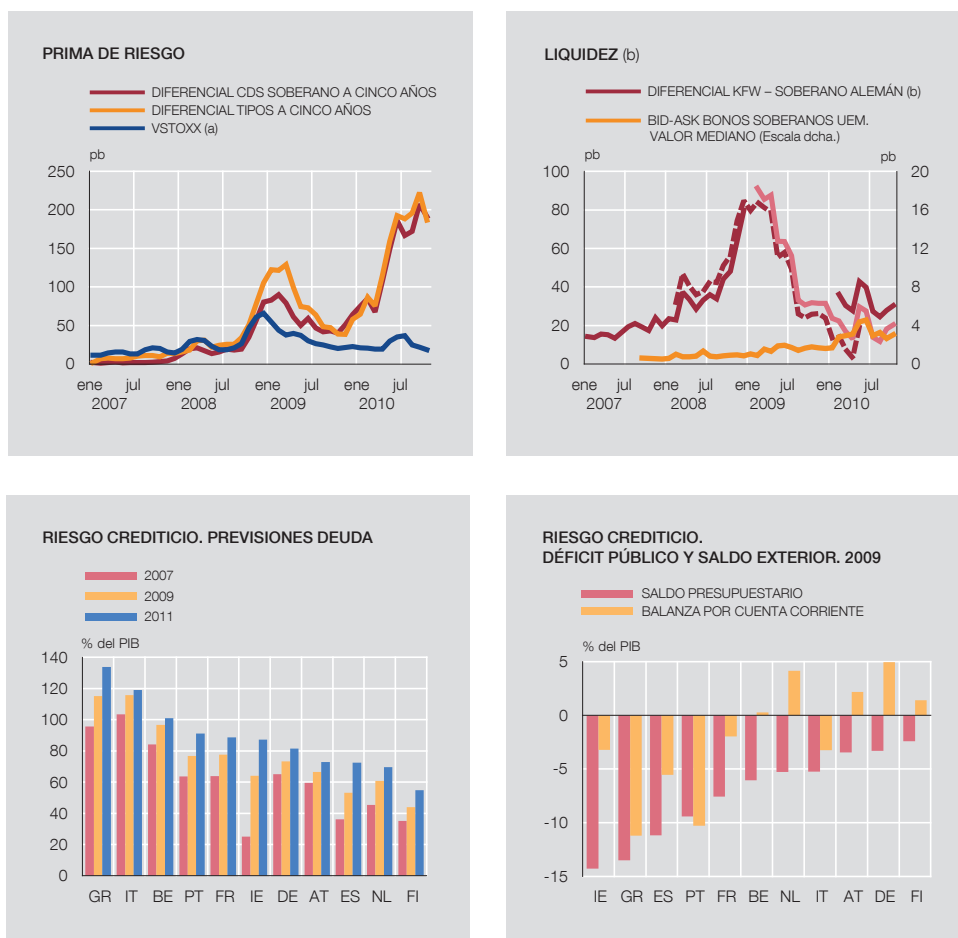
El grado de liquidez de los bonos depende de factores muy diversos, como el saldo vivo de la emisión, la rotación de los títulos a través del volumen de negociación y otros aspectos microestructurales de los mercados, incluyendo la existencia de un mercado de futuros activo, como ocurre en el caso alemán. Cuanto más líquido es un bono, menor es su rentabilidad —o, lo que es equivalente, mayor es su precio—. Pero el valor de la liquidez es cambiante en el tiempo y muy dependiente de las circunstancias del mercado. Así, por ejemplo, en momentos de mayor incertidumbre, los inversores tienden recomponer sus carteras hacia activos más seguros, pero también más líquidos, que actúan como refugio, elevando su precio y disminuyendo su rentabilidad. Este comportamiento de huida hacia la liquidez, difícil de medir, también ha debido contribuir a explicar una parte de los diferenciales soberanos dentro del área.

Para ilustrar su relevancia, el gráfico 2 recoge la diferencia de rentabilidad entre emisiones a diez años del Instituto público de financiación alemán —Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)— y la de la referencia soberana. La deuda del banco KfW cuenta con la garantía plena y explícita del Estado alemán y, por tanto, su riesgo crediticio es similar al del bono soberano, pero su grado de liquidez es lógicamente menor. En momentos de inestabilidad, aumenta la demanda del bono soberano como activo refugio —empujando su precio al alza—, lo que se traduce en un incremento del diferencial entre el tipo del bono KfW y el soberano. Así, como puede observarse en el gráfico, en los momentos de inestabilidad extrema del otoño de 2008, el diferencial llegó a niveles máximos de entre 80 pb y 90 pb. Este efecto se corrigió con la progresiva normalización que experimentaron los mercados financieros a partir de marzo de 2009. En la primavera de 2010, con la segunda escalada de los diferenciales soberanos, el diferencial del KfW y el bono alemán volvió a aumentar, pero mucho más moderadamente, hasta alrededor de unos 20 pb-40 pb.

El tamaño del diferencial entre la deuda de KfW y el bono soberano alemán no es extrapolable como prima de liquidez al resto de bonos soberanos del área, ya que el concepto de liquidez es siempre relativo. Los bonos soberanos de otros Estados miembros también suelen recibir una demanda doméstica por motivo de liquidez en momentos de turbulencias financieras —lógicamente, cuando el foco de la tensión no se encuentra en el propio mercado de deuda pública—. Por este motivo, por ejemplo, un indicador alternativo de prima de liquidez entre bonos soberanos como el rango *bid-ask* no se vio afectado durante el otoño de 2008, mientras que en la primavera de 2010 se incrementó.

### LAS PRIMAS POR RIESGO DE CRÉDITO

Las primas por riesgo crediticio recogen la compensación exigida por los inversores por asumir la posibilidad de un impacto, total o parcial, del crédito. Una forma habitual de aproximarlas es a partir del coste de los *Credit Default Swaps* (CDS). Los CDS son productos financieros que se negocian en mercados no organizados, que permiten el aseguramiento del riesgo de crédito y no conllevan un intercambio de valores. Así, el comprador de un CDS paga una prima a cambio de recibir una compensación económica en caso de que se produzca un evento de crédito por parte del emisor de deuda al que se refiere el contrato —considerándose como tal tanto impagos en los intereses o principal como reestructuraciones de la deuda



FUENTES: Comisión Europea, Datastream, Reuters y Banco de España.

a. Volatilidad implícita del EUROSSTOXX 50.

b. Se utiliza la rentabilidad de los bonos a diez años de KfW más recientes.

que impliquen un cambio en las condiciones de pago—. Como se observa en el gráfico 2, el diferencial de los CDS y de las rentabilidades soberanas del área frente a Alemania ha tenido una evolución muy similar, lo que indica que las primas de riesgo de impago explicarían una parte importante de los diferenciales de rentabilidad frente a Alemania.

La prima por riesgo de crédito dependerá tanto del nivel de riesgo percibido por los inversores como consecuencia, por ejemplo, de la posición fiscal y exterior del país emisor, como de un factor precio, que recoge la tolerancia al riesgo de los inversores y el nivel de incertidumbre. Esto hace que las primas por riesgo de crédito sean complicadas de predecir y, como ha ocurrido con la crisis financiera, puedan experimentar amplias oscilaciones, en ocasiones con brusquedad, en función de la situación global de los mercados y de las condiciones económicas y políticas domésticas.

Como se ilustra en el gráfico 2, la reciente crisis económica ha supuesto un rápido y notable empeoramiento de la situación fiscal de los países, y actualmente todos los Estados miembros de la UEM —salvo Luxemburgo— tienen activado el Procedimiento de Déficit Excesivo. Este deterioro ha sido consecuencia principalmente de la pérdida de ingresos y aumento de los gastos corrientes debido a la crisis económica, y también, aunque en general en menor medida, del despliegue masivo de ayudas públicas al sistema bancario y a otros sectores de la economía. Como excepción, cabe destacar el caso de Irlanda, donde el coste del rescate

de su sistema bancario ha sido particularmente alto y tendrá un impacto puntual sobre el déficit y la deuda pública de 2010 del 20% del PIB<sup>4</sup>.

Según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, la ratio de deuda pública sobre el PIB de los países de la UEM se situará en el 84,7% en 2010, frente al 66% en 2007. La magnitud de este aumento no es particularmente destacable cuando se compara con episodios de crisis anteriores. Lo que constituye un hecho diferencial es el punto de partida del endeudamiento público en algunos países, que ha conducido a registros que podrían ser difíciles de sostener. La deuda pública en España, sin embargo, partía de un nivel relativamente más reducido —apenas superaba el 36% del PIB en 2007—, aunque el fuerte deterioro la podría situar en casi el 65% en 2010, según las previsiones de la Comisión.

El mayor nivel de riesgo también se ha reflejado en rebajas sucesivas en la calificación crediticia. Además del caso de Grecia comentado anteriormente, de marzo a julio de 2009, Irlanda perdió la calificación máxima de AAA asignada por las tres principales agencias, con rebajas posteriores en 2010, en octubre por parte de Fitch hasta A+, debido al mayor coste fiscal del rescate del sector bancario. Portugal también vio revisada la calificación de su deuda por las tres agencias en 2010, y su mejor nota es la que le asigna Fitch como AA-. La deuda pública española también estuvo afectada, aunque en menor medida, con una rebaja de hasta AA.

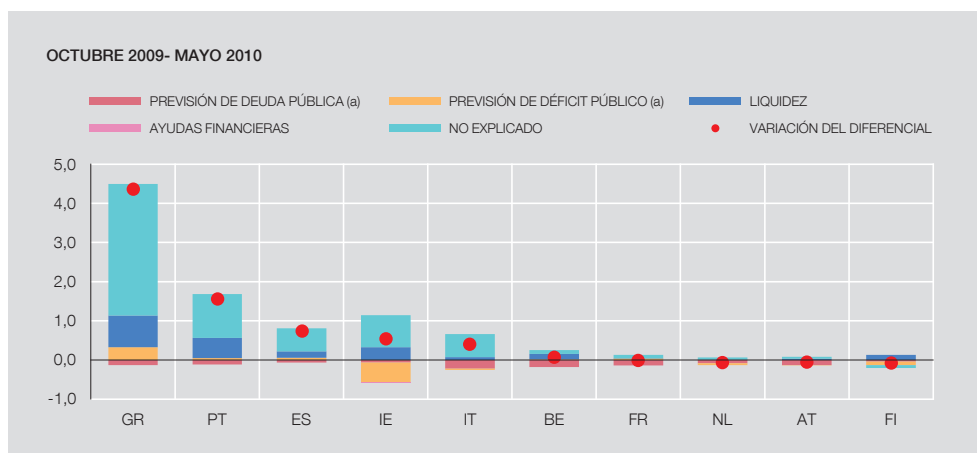
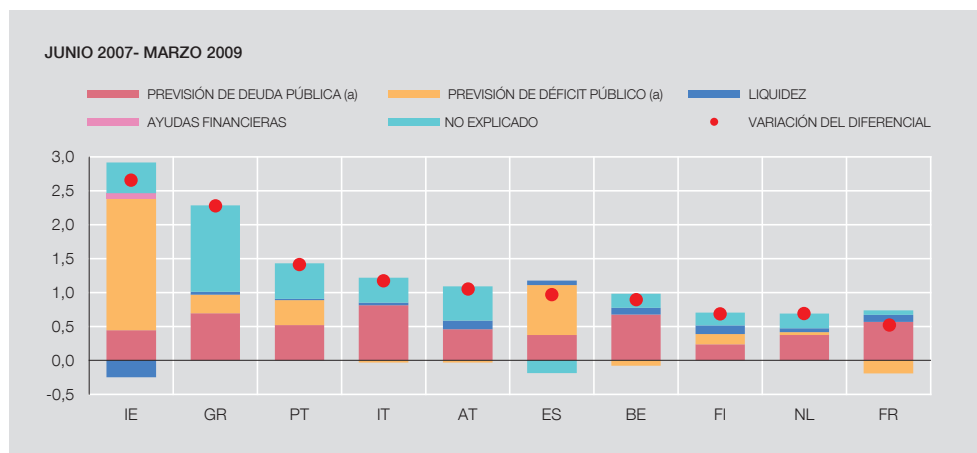
### **Una aproximación a la contribución de los determinantes**

Para explorar de una forma más detallada la evolución y posible importancia relativa de estos determinantes fundamentales en la ampliación de los diferenciales soberanos del área frente al Bund alemán, se ha realizado un ejercicio sencillo de regresión lineal con datos mensuales, disponibles para un panel de diez países del área. El análisis comienza en junio de 2007 bajo el supuesto razonable de que la crisis ha introducido un salto cualitativo en la valoración de los bonos públicos del área por parte de los inversores frente a la etapa de estabilidad económica y financiera anterior. El período de la muestra abarca hasta mayo de 2010, cuando se dispone de las últimas previsiones fiscales de la Comisión Europea. Se trata de una primera aproximación sencilla en la misma línea que la empleada por Barrios et ál. (2009), Attinassi et ál. (2009) o Sgherri et ál. (2009), que también cubren parte del período de crisis reciente.

Como variable explicativa se ha considerado, por un lado, la volatilidad implícita del EUROSTOXX 50, VSTOXX, que sería común a todos los países y recogería un factor de incertidumbre general en los mercados, variable que en Barrios (2009), por ejemplo, viene aproximada por el primer componente principal de varios indicadores de tensión financiera. Como medidas de riesgo idiosincrásico percibido, se considera la posición fiscal de los emisores, utilizando el promedio de la previsión de la deuda y el déficit público durante los dos próximos años de los ejercicios semestrales de la Comisión Europea —que se interpolan para obtener observaciones mensuales—. Para el déficit público, la especificación requiere distinguir dos grupos de países, ya que se detecta un impacto diferencial en los países con mayor deterioro del saldo presupuestario, en particular, Irlanda, Grecia, España y Portugal. Estas variables macro se incluyen en interacción con el VSTOXX, para tener en cuenta la evolución temporal del precio del riesgo, de tal forma que la posición fiscal adquiere más importancia en momentos de mayor aversión al riesgo. También se introduce una estimación del volumen de ayudas destinadas a la banca con el objetivo de incorporar la exposición relativa de los Gobiernos a este sector como consecuencia de la crisis financiera, aunque solamente las ayudas

4. Esta repercusión excluye los pasivos contingentes que se derivarán de la actividad del NAMA. El NAMA, que opera a través de un vehículo financiero excluido del sector de las Administraciones Públicas, tiene como fin adquirir a descuento una cartera de préstamos dañados de cinco bancos domésticos, lo que se financia, en gran parte, con emisiones avaladas por el Estado.





FUENTE: Banco de España.

a. Ambos en interacción con la variable de volatilidad de EUROSSTOXX 50.

a la banca irlandesa resultan estadísticamente significativas y con el signo esperado. Por último, como un indicador de primas de liquidez, se considera el margen *bid-ask* de los bonos soberanos, aunque alternativamente se han utilizado variables relacionadas con el tamaño del mercado de la deuda de cada país, como hacen Attinasi et ál. (2009), que no mejoran los resultados. Por coherencia con la variable dependiente, todas las variables se expresan en relación con la correspondiente alemana. El modelo de regresión se estima en niveles, con parámetros constantes en el tiempo y por países —salvo para el déficit, como ya se ha explicado—. Se incluye una constante y un componente autorregresivo, que recogería el elevado grado de persistencia de los diferenciales soberanos.

Para ilustrar los resultados, el gráfico 3 presenta la contribución de los determinantes durante los dos momentos de repunte en los diferenciales soberanos del área. El primer período considerado, que abarca desde junio de 2007 hasta marzo de 2009, coincide con la escalada de la crisis financiera y su superposición con la fuerte contracción de la actividad económica. La magnitud del incremento difirió según los Estados combinando un factor común de menor tolerancia al riesgo con la percepción de más riesgo, debido al notable deterioro de las perspectivas fiscales. Tanto los países con mayor nivel de deuda —Grecia, Italia y Bélgica— como aquellos con mayores déficits públicos previstos —Irlanda, España, Portugal y Grecia— vieron elevar el diferencial de su deuda frente al Bund alemán. Los incrementos mayores se produje-

ron en Grecia, Irlanda, Portugal e Italia, países que, junto con Austria, muestran un componente no explicado de tamaño elevado. En los tres primeros países mencionados se produjeron rebajas de la calificación crediticia, mientras que Austria podría reflejar factores no recogidos en la ecuación, relacionados con la exposición de esta economía a Europa del Este, aspecto que también afectaría, aunque en menor medida, a otros países como Grecia e Italia. En el caso de Irlanda, parte de la variación del diferencial se explica por las ayudas al sector financiero, aunque su tamaño es difícil de identificar.

Estos resultados contrastan con la contribución de los determinantes fundamentales desde el otoño de 2009 hasta mayo de 2010, tras desvelarse una situación insostenible en las cuentas públicas de Grecia. Como puede observarse en el segundo panel del gráfico 3, el aumento de los diferenciales durante este período fue más asimétrico entre países, concentrándose en las economías del área con mayores necesidades de financiación de su sector público y de la nación, mientras que países con elevado nivel de deuda pública, como Bélgica, no estuvieron afectados. Además, la reacción en los mercados de deuda no se explica por un cambio en los fundamentales considerados. De hecho, las previsiones fiscales, salvo en Grecia, comenzaban a recoger el efecto positivo de los compromisos de austeridad fiscal.

En el caso de Grecia, el elevado tamaño de los errores es consecuencia no solo de una posible no linealidad en los parámetros de la ecuación, sino también del gran aumento de la incertidumbre y el desgaste de la credibilidad de las instituciones fiscales griegas, originado por la falta de transparencia en las cuentas públicas y la revisión de sus cifras de déficit público. En Portugal, Irlanda, España e Italia, países en los que las primas de liquidez también se incrementaron, los elevados errores de estimación se podrían interpretar como el efecto de contagio de los problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas griegas, transmitidos en forma de un cambio de actitud de los inversores hacia los países del área con posiciones fiscales con mayor deterioro y en un contexto en el que se desvelaron fragilidades en los mecanismos de vigilancia económica del área. Lógicamente, el impacto que tuvo la crisis griega sobre el valor de los bonos de estos países está directamente ligado al grado de incertidumbre que se percibía sobre las perspectivas macroeconómicas y fiscales de los países y a la necesidad de acometer actuaciones decididas de política económica, información que no queda incorporada en un marco de análisis tan simplificado como el que hemos utilizado.

El nuevo episodio de tensión en el mercado de deuda pública del área tras el verano ha vuelto a elevar los diferenciales soberanos, particularmente para Portugal e Irlanda, llegando a hacer necesaria la petición de asistencia financiera por parte del Gobierno irlandés. Aunque la cobertura de este episodio queda fuera de este análisis (no se dispone, por ejemplo, de nuevas y diferentes previsiones fiscales), cabe destacar que el impacto sobre el bono español ha sido más acotado en esta ocasión y que no se han reproducido las dudas desproporcionadas que en la pasada primavera se generaron sobre la solidez del sector bancario, cuyas perspectivas parecen haberse clarificado tras la publicación a finales de julio de las pruebas de resistencia para más del 90% de las entidades de crédito, dentro del ejercicio común coordinado a nivel de la UE. Todo ello refuerza la necesidad de proseguir con los avances en el ámbito de las reformas estructurales, de la reestructuración del sistema financiero y de las medidas de consolidación fiscal.

## **Conclusiones**

En una unión monetaria, la diferencia de rentabilidad entre los bonos públicos recoge, en condiciones normales, primas de riesgo de crédito y de liquidez. Estas primas no solo dependen de la percepción del nivel de riesgo, sino, también, de efectos precio asociados al nivel de incertidumbre y a la tolerancia del riesgo por parte de los inversores.

La crisis económica y financiera ha dado lugar a unos diferenciales de rentabilidad elevados entre los distintos bonos soberanos del área del euro, particularmente de los Estados con posiciones fiscales más debilitadas, con riesgos financieros notables. La contribución de los posibles determinantes al tamaño de los diferenciales es, no obstante, difícil de establecer, sin que el comportamiento de los tipos soberanos de la UEM durante la etapa de estabilidad macroeconómica y financiera previa a 2007 sirva como referencia.

El primer repunte de los diferenciales soberanos en el área del euro, que alcanzó su máximo en marzo de 2009, se adecua relativamente bien al cambio en los determinantes fundamentales habituales en la literatura. Así, tras la escalada de la crisis financiera y su solapamiento con la contracción económica, se produjo un acusado debilitamiento de las posiciones fiscales de los Estados en un contexto de aumento global del precio del riesgo.

Sin embargo, el rebrote de las tensiones en la primavera de 2010 es más difícil de explicar bajo el mismo marco de análisis<sup>5</sup>. Durante este período excepcional, no se produjo un cambio en las variables que, bajo condiciones normales, determinan las primas de riesgo soberano, apareciendo un componente no explicado de elevado tamaño para algunos diferenciales soberanos, que, con las cautelas necesarias en un ejercicio tan sencillo como el presentado, cabría interpretarse como señal de un efecto de contagio de los problemas surgidos en Grecia. El desgaste de la credibilidad de las instituciones fiscales griegas, junto con la fragilidad de la situación de las finanzas públicas en este país, empujó la prima de riesgo soberana hasta registros insostenibles. Esta situación y los fallos que se revelaban en los mecanismos de supervisión económica del área acabaron gestando una crisis de confianza más generalizada, con gran repercusión sobre el valor de los bonos de los Estados miembros con posiciones fiscales más complicadas y con mayor necesidad de acometer actuaciones de política económica. Se necesitará, no obstante, una mayor perspectiva sobre los acontecimientos que se están desarrollando para valorar estos episodios y sus consecuencias con mayor detalle.

La experiencia reciente ilustra, en todo caso, la importancia de salvaguardar la estabilidad fiscal y de acometer las reformas necesarias para promover el crecimiento económico, indispensable para reducir el endeudamiento de manera significativa. En el futuro, cabe anticipar un mayor grado de discriminación en los mercados de deuda pública en función de las estrategias nacionales de política fiscal y económica. Pero esa misma experiencia ilustra también que en momentos puntuales de tensión extrema en un Estado miembro el contagio a otros países del área puede ser muy importante. Esta estrecha interconexión justifica el refuerzo de los instrumentos de supervisión de la disciplina fiscal destinados a garantizar la estabilidad macroeconómica y financiera y prevenir nuevas crisis de deuda pública, que se persigue con la profunda revisión en marcha de los procedimientos de gobernanza económica en el área del euro.

22.11.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- ATTINASI, M., C. CHECHERITA y C. NICKEL (2009). *What explains the surge in Euro Area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?*, Documento de Trabajo n.º 1131, diciembre, Banco Central Europeo.
- BARRIOS, S., P. IVERSEN, M. LEWANDOWSKA y R. SETZER (2009). *Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis*, Economic Papers 388, noviembre, Comisión Europea.
- EJSING, J. W., y W. LEMKE (2009). *The Janus-headed salvation. Sovereign and bank credit risk prima during 2008-2009*, Documento de Trabajo n.º 1127, Banco Central Europeo, diciembre.
- SGHERRI, S., y E. ZOLI (2009). *Euro Area Sovereign Risk during the crisis*, Documento de trabajo, octubre, Fondo Monetario Internacional.

---

5. Como se ha señalado, el episodio que ha desembocado en la solicitud de apoyo financiero por parte de Irlanda unos días antes de la fecha de cierre de este trabajo queda fuera de la cobertura del artículo.