

DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECENTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN EL ÁREA DEL EURO

Alberto Fuertes y Jaime Martínez-Martín

Este recuadro formará parte del «Informe trimestral de la economía española» del primer trimestre de 2022

Desde finales de 2021, los tipos de interés a largo plazo, tanto en el área del euro como en Estados Unidos, han experimentado un repunte muy acusado (véase gráfico 1). En el área del euro, la tasa OIS a diez años¹ ha aumentado en 95,5 puntos básicos (pb) desde el 15 de diciembre, día anterior a la reunión de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) de ese mes, hasta el 24 de marzo. Este incremento es similar al registrado durante el mismo período por la rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a ese mismo plazo (87,9 pb). Estos desarrollos se han producido, además, en un contexto en el que la Unión Económica y Monetaria (UEM) presenta una posición cíclica comparativamente menos avanzada que la de la economía norteamericana y muestra unas presiones inflacionistas más moderadas.

En este recuadro se analizan los determinantes de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro, distinguiendo entre factores de origen interno y de origen externo. Estos últimos están vinculados, principalmente, a la economía de Estados Unidos, cuyas dinámicas pueden influir en los tipos de interés europeos a través de distintos canales. Por ejemplo, variaciones en las rentabilidades de los activos sin riesgo en Estados Unidos pueden afectar a las de sus equivalentes en el área del euro a través de mecanismos de arbitraje. En este sentido, cabe señalar que, a lo largo de las últimas décadas, los tipos de interés sin riesgo a largo plazo a ambos lados del Atlántico han venido mostrando una elevada correlación.

El análisis de los determinantes de la evolución de los tipos de interés a largo plazo se basa, habitualmente, en la explotación de comovimientos diarios de los precios

de distintos activos financieros, que contienen una gran riqueza de información, al reaccionar en tiempo real a múltiples desarrollos macrofinancieros y geopolíticos. Concretamente, en este recuadro se emplea un modelo de vectores autorregresivos estructural (SVAR, por sus siglas en inglés) de dos economías (UEM y Estados Unidos) para identificar cinco perturbaciones que subyacen a la evolución de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro. En particular, se distingue entre las perturbaciones de naturaleza macroeconómica —con origen tanto en la UEM como en Estados Unidos—, las de política monetaria —diferenciando, de nuevo, entre las que provienen de la UEM y las que proceden de Estados Unidos— y las vinculadas al riesgo global².

El gráfico 2 muestra la contribución de estos cinco tipos de perturbaciones a la variación acumulada de los tipos de interés a diez años en el área del euro desde el 15 de diciembre de 2021 hasta el 24 de marzo. Durante este período se pueden identificar dos fases bien diferenciadas. En la primera etapa, antes de la invasión rusa de Ucrania, en el área del euro tanto los desarrollos macroeconómicos como los de política monetaria habrían contribuido a elevar la tasa OIS a diez años; estos factores explicarían más de la mitad de su incremento durante dicha etapa. Los resultados serían coherentes con las mejores perspectivas macroeconómicas que se contemplaban para la UEM durante este subperíodo, a la vista de que la variante ómicron del COVID-19 estaba teniendo menores efectos adversos sobre la actividad que los inicialmente previstos. Asimismo, la influencia estimada de la política monetaria del BCE sobre la tasa OIS a largo plazo estaría en línea con la revisión al alza de las expectativas de los

1 En el área del euro, la tasa OIS (*Overnight Index Swap*) es la tasa del componente fijo de un contrato swap de tipos de interés en el que el componente variable es el tipo de interés ESTR a un día. Por tanto, la tasa OIS refleja la trayectoria esperada del ESTR durante la vigencia del contrato (si bien no es un indicador perfecto de dicha trayectoria, ya que también incorpora primas de plazo). La tasa OIS es considerada como la tasa de referencia para los tipos de interés libres de riesgo en la UEM.

2 El modelo SVAR se estima en diferencias logarítmicas, utilizando datos diarios para el período comprendido entre agosto de 2005 y marzo de 2022 de las siguientes cinco variables: los tipos de interés OIS a diez años del área del euro y su diferencial con los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos al mismo plazo, el tipo de cambio nominal bilateral entre el euro y el dólar, y los índices bursátiles EURO STOXX y S&P 500. Para identificar los cinco tipos de perturbaciones consideradas en el análisis se emplean restricciones de signos acerca del impacto de dichas perturbaciones sobre las variables anteriores. Concretamente, se supone que una perturbación positiva sobre las perspectivas macroeconómicas nacionales aumenta simultáneamente los tipos a largo plazo y el índice bursátil en la región de origen, y produce una apreciación de su tipo de cambio. Por su parte, una perturbación contractiva de política monetaria doméstica se asocia a los mismos efectos, excepto por el índice bursátil nacional para el cual se supone una caída. Por último, un episodio de aumento del riesgo global se asocia a una reducción de los tipos a largo plazo y de los índices bursátiles en ambas jurisdicciones, y a una apreciación del dólar (en tanto que esta moneda actúa tradicionalmente como refugio a escala global) respecto al euro. Para más detalles sobre una versión similar del modelo, véase L. Brandt, A. Saint-Guilhem, M. Schröder e I. Van Robays (2021), *What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk*, Documentos de Trabajo, n.º 2560, Banco Central Europeo.

Recuadro 4

DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECENTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN EL ÁREA DEL EURO (cont.)

analistas sobre la evolución de los tipos de interés oficiales que tuvo lugar durante este período en la UEM. En cualquier caso, más allá de estos factores internos, es importante destacar que algo menos de la mitad del repunte de la tasa OIS a diez años en el área del euro durante esta primera fase se explicaría por factores externos vinculados, en particular, a cambios en las condiciones macroeconómicas y en la orientación de la política monetaria de Estados Unidos.

En el segundo subperíodo, que comenzó tras la invasión rusa de Ucrania el 24 de febrero, la tasa OIS a diez años

se redujo de forma acusada inicialmente, pero retomó su tendencia ascendente previa poco después. En un primer momento, esta fase estuvo condicionada tanto por el aumento del riesgo global como por el deterioro de las perspectivas macroeconómicas del área del euro, factores ambos que habrían favorecido un descenso inicial de las rentabilidades sin riesgo a largo plazo en la UEM, pero que se habrían revertido posteriormente, de forma que su contribución acumulada durante este segundo subperíodo habría sido básicamente nula. Las perspectivas macroeconómicas de Estados Unidos, sin embargo, continuaron mejorando y contribuyeron de

Gráfico 1
TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS EN LA UEM Y EN ESTADOS UNIDOS

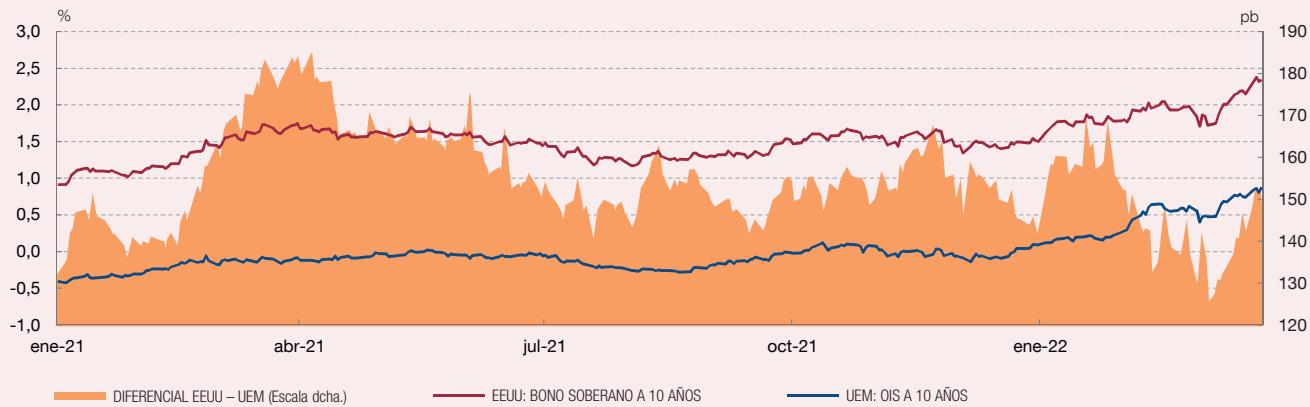
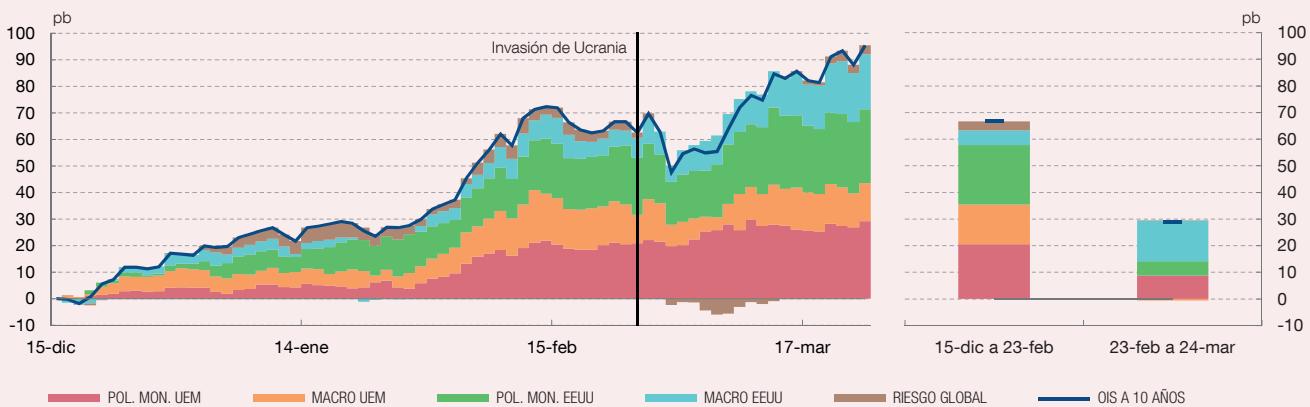


Gráfico 2
DESCOMPOSICIÓN DE FACTORES EN LA EVOLUCIÓN DE LA TASA OIS DE LA UEM A DIEZ AÑOS. CAMBIO ACUMULADO DESDE EL 15 DE DICIEMBRE DE 2021 (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream, ECB Survey of Monetary Analysts y Banco de España. Datos actualizados a 24 de marzo de 2022.

- a) Modelo SVAR de dos países que incluye la tasa OIS de la UEM a diez años, los precios de acciones de la UEM y de Estados Unidos, el tipo de cambio nominal bilateral USD/EUR y el diferencial entre la tasa OIS de la UEM a diez años y el bono del Tesoro de Estados Unidos. Identificación mediante restricción de signos en impacto según Brandt *et al.* (2021) y estimado con datos diarios desde 2005 hasta 2022.

DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECENTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN EL ÁREA DEL EURO (cont.)

modo sustancial al incremento de la tasa OIS. Las expectativas de política monetaria del BCE y de la Reserva Federal también habrían influido en la misma dirección, pero en menor medida que durante la primera etapa examinada. En todo caso, es importante destacar que la elevada volatilidad que han mostrado los precios de los activos en los mercados financieros internacionales en las últimas semanas supone una dificultad adicional para identificar con precisión la naturaleza de las perturbaciones, por lo que resulta conveniente interpretar estos resultados con la debida cautela.

En resumen, los resultados de este recuadro sugieren que, desde el comienzo de la invasión rusa de Ucrania, las perspectivas macroeconómicas de Estados Unidos y

las expectativas de política monetaria del BCE y, en menor medida, de la Reserva Federal habrían sido los principales factores que hay detrás del incremento que se ha observado en los tipos de interés a largo plazo en el área del euro. Si se considera una perspectiva temporal más amplia —desde finales de 2021—, se aprecia que una parte destacada del aumento acumulado de la tasa OIS a diez años en la UEM vendría explicada por los cambios en las condiciones macroeconómicas y en la política monetaria de Estados Unidos. Esto se habría traducido en un endurecimiento durante este período de las condiciones financieras en la UEM más intenso del que se derivaría exclusivamente de la evolución de las condiciones macroeconómicas y de política monetaria domésticas del área del euro.