



I LOS FACTORES DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE RENDIMIENTOS DE LA DEUDA SOBERANA DURANTE LA CRISIS

Los tipos de interés de la deuda soberana desempeñan un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria del BCE a los mercados financieros de la zona del euro y a la economía real. Así pues, el estudio de los determinantes de los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana en la zona del euro es importante para identificar la heterogeneidad y las posibles disfunciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria en los distintos países. Desde la introducción del euro hasta mediados de 2007, el rendimiento de la deuda soberana fue muy similar en los países de la zona, pese a las importantes diferencias observadas en su situación presupuestaria. A posteriori se puede argumentar que los inversores infravaloraron los riesgos de crédito soberano de algunos países durante ese período. Cuando estalló la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, los inversores reevaluaron drásticamente el riesgo de crédito soberano y se tornaron mucho más aversos al riesgo, sobre todo con respecto a los países cuyas finanzas públicas seguían deteriorándose. Durante la fase más aguda de esta crisis, los efectos de contagio y los temores infundados sobre una posible redenominación de la moneda intensificaron la presión al alza sobre los diferenciales soberanos, dificultando la transmisión de la política monetaria en algunos países de la zona. Las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Eurosistema durante esa época sirvieron para influir en los diferenciales de tal forma que mejoraron la transmisión de la orientación de la política monetaria en todos los países y permitieron mantener la estabilidad de precios en la zona del euro.

INTRODUCCIÓN

Por lo general, el rendimiento de la deuda soberana se utiliza como referencia para fijar tipos de interés clave, como los tipos de interés de los préstamos concedidos a hogares y empresas, y el rendimiento de los valores de renta fija privada. Por lo tanto, el estudio de sus determinantes es importante para entender el mecanismo de transmisión de la política monetaria y sus posibles disfunciones. Por ejemplo, cuando las entidades de crédito fijan la remuneración de los depósitos, compiten con los rendimientos de los bonos y de las letras del Tesoro emitidos por el Estado. En los países en los que estos rendimientos se han vuelto menos sensibles a los tipos de interés oficiales, la política monetaria puede ser menos efectiva a la hora de influir en los costes de financiación de las entidades de crédito.

En los diez primeros años de existencia del euro, los diferenciales de rendimientos de la deuda pública entre los distintos países de la zona del euro fueron marginales. La orientación de la política monetaria se transmitía fácilmente a los diferentes segmentos de los mercados financieros. Desde este punto de vista, los mercados financieros parecían estar bien integrados, aunque acontecimientos más recientes sugieren que los diferenciales tan reducidos o incluso insignificantes observados en esa época en los países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras podrían reflejar, al menos en parte, una infravaloración de su riesgo soberano. Tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y, lo que es más importante, cuando se conoció la grave situación financiera de Grecia en octubre de 2009, aumentaron las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro, y sus diferenciales soberanos se ampliaron de forma acusada. Los mercados soberanos se fragmentaron considerablemente por países debido a la percepción de los mercados sobre la distinta viabilidad de los saldos

fiscales, y el mecanismo de transmisión de la política monetaria quedó dañado. Durante la fase más aguda de la crisis de la deuda soberana surgieron temores infundados sobre una posible redenominación de la moneda, que el BCE tuvo que aplacar con políticas monetarias no convencionales, a fin de mantener la estabilidad de precios.

El objetivo de este artículo es identificar los factores que han caracterizado la crisis de la deuda soberana de la zona del euro para explicar la evolución de los diferenciales soberanos en la zona. Los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana en la zona del euro se definen en este artículo como la diferencia entre el rendimiento de los bonos a diez años de un país de la zona del euro y el rendimiento de los bonos alemanes al mismo plazo. Este último se suele considerar el rendimiento de referencia en muchos estudios académicos porque la deuda soberana alemana lleva un tiempo disfrutando de una elevada calificación crediticia y, por lo tanto, su rentabilidad puede considerarse una buena aproximación a la de los activos sin riesgo. En aras de la simplicidad, esta convención se mantiene en el artículo aunque, en principio, el rendimiento del bono alemán también se ve afectado por las primas de riesgo.

Las restantes secciones del artículo se estructuran de la manera siguiente. En la sección 2 se presenta un panorama de la literatura sobre los principales determinantes de los diferenciales de la deuda soberana en la zona del euro. En la sección 3 se esbozan brevemente su evolución histórica, incluido el período de estabilidad anterior a la crisis, las perturbaciones experimentadas tras la quiebra de Lehman Brothers y la posterior crisis de la deuda soberana. En la sección 4 se analiza cómo las distintas políticas introducidas por el Eurosistema para abordar los problemas observados en el mecanismo de transmisión de la política monetaria influyeron en los diferenciales de la deuda soberana. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

CONCLUSIONES

En los últimos años, los diferenciales de los tipos de interés de la deuda soberana entre los países de la zona del euro se han visto notablemente afectados por las drásticas variaciones registradas en las primas de riesgo. Estos componentes de la remuneración de los bonos soberanos se han caracterizado por magnitudes y volatilidades mucho mayores que las observadas en el período anterior a la crisis.

Tras la infravaloración inicial, los cambios en las percepciones de los mercados sobre la viabilidad de los diferentes emisores soberanos desempeñaron un papel fundamental a la hora de explicar la evolución de los diferenciales soberanos entre los distintos países durante la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. Ello sugiere que las finanzas públicas deben ser sometidas a control y que han de acometerse reformas estructurales para mejorar la competitividad y apoyar el crecimiento económico. Además, es necesario fortalecer el sector bancario.

No obstante, en la fase más severa de la crisis de la deuda soberana, los efectos de contagio y los temores infundados acerca de un riesgo de redenominación de la moneda también caracterizaron la evolución de los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro, obligando al Eurosistema a intervenir con el fin de restablecer la adecuada transmisión de la orientación de la política monetaria en los distintos países.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.

2 LA ACTIVIDAD SECTORIAL EN LA ZONA DEL EURO DESDE 2008

La recesión que se inició en 2008 ha tenido un fuerte impacto, aunque de intensidad desigual, en los tres sectores principales de la economía de la zona del euro. Los repuntes que han registrado estos sectores desde 2009 han sido mucho menores que las recuperaciones observadas tras recesiones previas a lo largo de las cuatro últimas décadas. De entre los sectores más importantes, el de la construcción ha sido el que ha sufrido el impacto más agudo y prolongado, y su valor añadido aún se sitúa alrededor de un cuarto por debajo del máximo alcanzado antes de la recesión. En cambio, el valor añadido de los servicios retornó a los niveles anteriores a la recesión después de tres años. Pese al fuerte repunte experimentado desde la pronunciada caída de principios de 2009, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) de la zona del euro se encuentra todavía cerca de un 5% por debajo de las cotas máximas observadas previamente. Esta evolución a nivel agregado de la zona del euro oculta marcadas diferencias entre los principales países que la integran.

INTRODUCCIÓN

En este artículo se analiza la evolución de la actividad en los principales sectores de la zona del euro desde 2008. Tras haber registrado un máximo cíclico, este período comenzó con un retroceso intertrimestral del PIB real de la zona en el segundo trimestre de 2008, que marcó el inicio de la «Gran Recesión» global y una caída extraordinariamente acusada de la actividad mundial. Después de una leve recuperación del crecimiento del PIB entre el tercer trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2011, los problemas de deuda soberana que habían surgido en algunos países de la zona del euro a lo largo de 2010 y 2011 se tradujeron en una segunda contracción del PIB de la zona —en adelante, la «recaída»— entre el último trimestre de 2011 y el primero de 2013. En el resto del artículo, al período que comprende las dos últimas recesiones en la zona del euro se le denomina «período de recesión», y al máximo cíclico registrado antes de este período, «máximo anterior al período de recesión».

La estructura de este artículo es la siguiente: en la sección 2 se compara la evolución de la actividad en los principales sectores de la zona del euro desde 2008 con el patrón registrado durante recesiones anteriores; en el recuadro 1 se comparan las evoluciones sectoriales en la zona del euro y en Estados Unidos; en la sección 3 se analizan los factores determinantes de la dinámica de cada sector, incluidas las divergencias entre países que subyacen a la evolución agregada de la zona; en el recuadro 2 se examina la evolución del sector de la automoción, que representa una proporción considerable de la producción manufacturera total, y en la sección 4 figuran las conclusiones.

CONCLUSIONES

La crisis económica y financiera mundial llevó a la economía de la zona del euro a un período de notables turbulencias, que se tradujo en dos recesiones en rápida sucesión y en un crecimiento general falto de dinamismo, pese al fuerte repunte de la actividad desde el mínimo inicial registrado en 2009. Durante este período, la evolución de los sectores económicos ha sido muy distinta. Mientras que la actividad de los servicios, a nivel agregado, se ha recuperado hasta alcanzar los niveles anteriores a la recesión, el sector de la construcción ha sufrido un redimensionamiento más permanente, en parte para

corregir el recalentamiento previo de los mercados de la vivienda en algunos países de la zona del euro. El componente cíclico de la actividad industrial también se vio gravemente afectado por el acusado retroceso de la demanda mundial durante la crisis. Mientras que la actividad industrial ha repuntado desde el mínimo que registró en 2009, se ha mantenido algo por debajo del máximo anterior al período de recesión. Entre los principales países de la zona del euro, la actividad en la industria, incluida la construcción, en Italia y en España ha seguido lastrando la evolución agregada de la zona del euro desde 2008. El valor añadido real de los servicios en Italia también ha sido relativamente débil. En cambio, el sector de servicios francés se ha comportado con relativa fuerza desde la crisis. En Alemania, el valor añadido real de los tres sectores se situaba, en 2013, en niveles iguales o superiores a los registrados antes de la recesión.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic [aquí](#).