



I TIPOS DE INTERÉS LIBRES DE RIESGO DE LA ZONA DEL EURO: MEDICIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y RELEVANCIA PARA LA POLÍTICA MONETARIA

En este artículo se analiza el concepto de tipo de interés libre de riesgo, así como su relevancia para la economía en general y para la política monetaria en particular. Se presentan los retos que plantea el cálculo de los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro, tanto desde un punto de vista conceptual como cuantitativo. En el artículo se argumenta que estos retos se han agudizado desde el comienzo de la crisis financiera mundial, ya que las distintas medidas de los tipos libres de riesgo han tendido a divergir más que en el pasado, y se ofrecen explicaciones del porqué de estas discrepancias. Por último se muestra que los tipos de interés obtenidos a partir de los swaps del eonia (OIS, en sus siglas en inglés) pueden ser un complemento útil de los rendimientos de los bonos con calificación AAA a la hora de informar sobre los tipos libres de riesgo de la zona del euro.

INTRODUCCIÓN

El concepto de «tipo de interés libre de riesgo» —es decir, el rendimiento de un bono ideal, perfectamente líquido, que no entraña riesgo de crédito alguno— desempeña un importante papel en los mercados financieros y para el análisis de la política monetaria. Los tipos libres de riesgo sirven, fundamentalmente, como referencia básica para valorar otros activos de riesgo. En particular, se utilizan como tipo de descuento para calcular el valor actual de inversiones previstas o el valor de pagos financieros futuros. Estos tipos también son importantes para los responsables de la política monetaria tanto porque la transmisión de los tipos de interés oficiales a la estructura temporal de los tipos de interés libres de riesgo constituye una parte esencial del mecanismo de transmisión de la política monetaria, como porque los tipos de interés libres de riesgo pueden proporcionar información sobre las expectativas de los mercados con respecto a las variables económicas fundamentales, como la evolución de los tipos de interés oficiales del BCE.

El concepto teórico de tipo de interés libre de riesgo suele medirse por el rendimiento de los bonos soberanos de elevada calificación. Utilizando esta medida, se observa que en las tres o cuatro últimas décadas se ha producido un descenso tendencial de los tipos de interés libres de riesgo en las principales economías industrializadas, y los rendimientos a largo plazo se han situado en niveles históricamente bajos en los dos últimos años. No cabe duda de que parte de este descenso refleja una estabilización de las expectativas de inflación y una contracción de las primas de riesgo de inflación, pero en el período reciente también han entrado en juego otros factores. Tras el comienzo de la crisis financiera mundial a finales de 2008, el aumento de la demanda de activos líquidos libres de riesgo probablemente provocó una reducción adicional de los rendimientos de los activos que se consideran casi libres de riesgo. Asimismo, factores de carácter más estructural, como una fuerte demanda procedente de inversores que buscan «protección frente a la inflación» (que incluyen a instituciones como fondos de pensiones y empresas de seguros) —en un contexto de envejecimiento de la población y de cambios contables y regulatorios—, también han seguido ejerciendo presión a la baja sobre los rendimientos. Por el lado de la oferta, en los últimos años se ha registrado también una disminución del volumen de algunas categorías de activos sin riesgo. Por ejemplo, algunos instrumentos de titulización de elevada calificación han desaparecido y el volumen de deuda soberana con calificación AAA ha caído debido al deterioro de la solvencia (y de la

calificación crediticia) de varios emisores soberanos. Además, en algunas jurisdicciones, las adquisiciones a gran escala de valores de renta fija de elevada calificación por parte de los bancos centrales han contribuido también a la contracción de la oferta de activos libres de riesgo para los inversores del sector privado y, por tanto, a la reducción de los rendimientos.

En el gráfico 1 se han utilizado los rendimientos del bono alemán para representar los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro a lo largo de un prolongado período de tiempo, que abarca los años anteriores y posteriores a la introducción del euro. Desde septiembre de 2004, el BCE publica una curva de rendimientos (es decir, tipos de interés a distintos plazos) basada en la deuda pública de la zona del euro con calificación AAA que, en principio, podría considerarse una buena variable para aproximar la curva de rendimientos sin riesgo de la zona. Sin embargo, durante la crisis financiera, el conjunto de emisores con calificación AAA se redujo y los rendimientos de los emisores que permanecieron en dicho grupo en ocasiones divergieron, al verse afectados en distinta medida por las primas de riesgo de crédito, las primas de liquidez y otros factores. Como consecuencia, la curva de rendimientos AAA ha pasado a ser menos representativa de la curva de tipos de interés sin riesgo del conjunto de la zona del euro.

Con este trasfondo, en este artículo se examinan con detalle los retos recientes que plantea el cálculo de los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro. Además de destacar algunas razones que explican las divergencias existentes durante la crisis financiera entre varias medidas habituales de los tipos libres de riesgo, el artículo también sugiere que los tipos de interés obtenidos de los OIS pueden ser un complemento útil de los rendimientos de los bonos con calificación AAA a la hora de informar sobre los tipos libres de riesgo de la zona del euro.

La estructura de este artículo es la siguiente. En la sección 2 se explica el concepto de tipo de interés libre de riesgo, así como su relevancia para la economía en general y para la política monetaria en particular. En la sección 3 se analizan los retos que plantea el cálculo de los tipos libres de riesgo de la zona del euro, tanto desde el punto de vista conceptual como cuantitativo. En la sección 4 se describe la evolución de los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro durante la crisis y se ponen de manifiesto las diferencias que han surgido entre los rendimientos basados en la deuda pública con calificación AAA y los OIS. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

CONCLUSIONES

El inicio de la crisis financiera mundial ha planteado algunos retos para medir los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro, ya que las distintas medidas tienden a divergir más que en el pasado. La curva de rendimientos de la zona del euro basada en la deuda pública con calificación AAA, que elabora el BCE periódicamente, estuvo sujeta a presiones al alza y a la baja como consecuencia de los acontecimientos registrados durante la crisis. Por ejemplo, la búsqueda de activos de mayor calidad redujo los rendimientos de algunos valores de deuda pública con calificación AAA en distinto grado en momentos diferentes, mientras que la subida de las primas de riesgo de crédito hicieron que los rendimientos de algunos emisores con calificación AAA aumentaran más que los de otros. Además, las rebajas de calificación crediticia han reducido automáticamente el conjunto de valores de deuda pública con calificación AAA, provocando a su vez que la curva de rendimientos AAA sea menos representativa del conjunto de la zona del euro.

La evolución del mercado de OIS proporciona una forma alternativa de medir los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro. Este mercado ha crecido con rapidez en los últimos años y sus participantes

utilizan cada vez más los tipos OIS como referencia, y el hecho de que los OIS estén basados en el eonia —el tipo oficial del mercado monetario a un día— hace que su información sea particularmente útil desde la perspectiva de la política monetaria. A este respecto, puede ser necesario un análisis combinado de los OIS y de los tipos de los bonos con calificación AAA a la hora de informar sobre la evolución de los tipos de interés libres de riesgo o de medir las expectativas de los mercados sobre los tipos de interés futuros o las variables macroeconómicas.

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

2 ACCESO DE LAS PYMES A LA FINANCIACIÓN EN LA ZONA DEL EURO: BARRERAS Y POSIBLES SOLUCIONES

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) tienen más posibilidades que las grandes empresas de experimentar dificultades, especialmente en tiempos de crisis, para obtener financiación externa. Ello se debe a su limitado acceso a fuentes de financiación externa distintas de los préstamos bancarios, como consecuencia de su menor tamaño y del hecho de que sus estados financieros sean menos detallados y su historial de actividad más reducido, lo que, a su vez, da lugar a más problemas de información asimétrica, a una mayor dependencia de los préstamos bancarios y a costes de financiación más elevados. Dada la importancia de las pymes para la economía de la zona del euro, las políticas que facilitan su acceso a la financiación están recibiendo cada vez más atención de los responsables de la política económica europeos, incluidos los del Eurosistema.

INTRODUCCIÓN

Las pequeñas y medianas empresas constituyen alrededor del 99 % de todas las empresas de la zona del euro, emplean alrededor de dos tercios de la población activa de la zona y generan alrededor del 60 % del valor añadido y, por consiguiente, desempeñan un papel fundamental en la economía de la zona del euro. Su contribución a la actividad económica varía notablemente de un sector a otro; en 2013, su contribución al valor añadido osciló desde el 24 % en el sector energético a más del 80 % en la construcción y en el sector inmobiliario. La variación entre unos países y otros dentro de la zona también es significativa, pues mientras que en Alemania e Irlanda las pymes generan la mitad del valor añadido total, en Italia, España y Portugal su contribución es superior al 65 %.

En términos de estructura de financiación, las pymes de la zona del euro suelen depender más de los préstamos bancarios que las grandes empresas. Normalmente se tiene la percepción de que las pymes tienen una probabilidad de impago mayor que las grandes empresas y que son más opacas desde el punto de vista de la información. Por este motivo en particular, las pymes tropiezan con más dificultades para encontrar fuentes de financiación distintas de los préstamos bancarios, como la emisión de deuda. Además, las pymes son, en general, demasiado pequeñas para absorber los costes fijos asociados a las emisiones de deuda en el mercado financiero. En consecuencia, son relativamente más dependientes de la financiación bancaria y, por lo tanto, más susceptibles que las grandes empresas de verse afectadas por la mayor aversión al riesgo de las entidades de crédito.

El acceso a la financiación constituye un problema de primer orden para las pymes en circunstancias normales y el problema fue aún mayor durante la crisis financiera, cuando las fuentes de crédito a las que tenían acceso estas empresas tendieron a agotarse más rápidamente que para las grandes empresas, afectando así, en mayor medida, a sus actividades de negocio y de inversión. Además, la crisis de la deuda soberana y la consiguiente fragmentación de los mercados financieros por países incidieron en las condiciones de financiación de las entidades de crédito y en su capacidad para conceder préstamos a las sociedades no financieras, especialmente en países con una elevada proporción de pymes dependientes de dichas entidades.

A continuación se describen las dificultades a las que tuvieron que enfrentarse las pymes durante la crisis y se presenta una panorámica de los posibles nuevos instrumentos y de los ya existentes también a nivel de la zona del euro, para mejorar el acceso de este grupo de empresas a la financiación.

CONCLUSIONES

Normalmente, las pymes de la zona del euro dependen más de las entidades de crédito que las grandes empresas porque tanto sus balances como su capacidad empresarial suelen ser más opacos, debido a que sus estados financieros contienen menos información y a que su historial de actividad es más reducido. Las entidades de crédito pueden mitigar, en parte, esas asimetrías en la información y los costes de transacción más elevados para los posibles inversores estableciendo relaciones profundas y a largo plazo, lo que facilita la evaluación de la solvencia de sus prestatarios. No obstante, en las recesiones económicas o en tiempos de crisis estas asimetrías afectan especialmente a las oportunidades de las pymes para obtener financiación, y las fuentes de crédito —incluido el crédito bancario— tienden a agotarse para las pequeñas empresas más rápidamente que para las grandes. Por consiguiente, la falta de fondos, sumada a una dependencia generalmente mayor del entorno económico y soberano del país, incide en mayor medida en las actividades de negocio y de inversión de las pequeñas empresas.

Habida cuenta de la heterogeneidad propia del sector de las pymes en la zona del euro, deberían considerarse diversos instrumentos y opciones de financiación para cubrir las necesidades de las diferentes pymes y de los distintos prestamistas o inversores. De hecho, junto con las políticas adoptadas a nivel nacional, las instituciones supranacionales pusieron en marcha varias iniciativas durante la crisis para promover la financiación de las pymes en Europa. Muchas de esas iniciativas se están mejorando en la actualidad, en particular tras la reciente comunicación de la Comisión Europea sobre la financiación a largo plazo. Se ha modificado la regulación financiera de la UE a fin de facilitar la financiación de las pymes y los bancos de desarrollo nacionales están participando activamente para facilitarles el acceso a los recursos, incluso promoviendo la cooperación entre estas entidades.

El Eurosistema también ha adoptado varias medidas que actualmente están contribuyendo a restablecer el normal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, facilitando con ello la financiación de las pymes. Al mismo tiempo, el Eurosistema dispone de una gama más amplia de instrumentos, y se ha esforzado por aumentar la confianza en los mercados de titulización, a fin de estimular la capacidad de préstamo de las entidades de crédito, principalmente estableciendo requisitos de transparencia, que también han ayudado a mitigar los efectos de estigmatización asociados a los bonos de titulización de activos respaldados por préstamos a pymes. A este respecto, el documento conjunto del BCE y del Banco de Inglaterra titulado «*The case for a better functioning securitisation market in the European Union*», publicado el 30 de mayo de 2014, es una contribución para revitalizar el mercado de titulizaciones, que puede complementar otras fuentes de financiación mayorista a largo plazo para la economía real, incluidas las pymes.

Además, el Eurosistema puede ayudar a coordinar las acciones de las entidades de contrapartida y a aportar soluciones a los fallos de mercado actuando como catalizador. A este respecto, el BCE continuará investigando cómo estimular los esfuerzos del sector privado para mejorar las condiciones de financiación de las pymes y respaldar las iniciativas de las instituciones europeas.

Por último, las políticas estructurales encaminadas a desarrollar un sistema financiero que ofrezca una gama más amplia de alternativas e instrumentos de financiación pueden contribuir a mejorar las estructuras de capital y la situación de financiación de las pymes. Por otra parte, un tratamiento fiscal más equilibrado y armonizado de la financiación de las empresas mediante deuda y acciones podría reforzar las bases de capital de las pymes, mejorar su capacidad de financiación interna y también su solvencia, un elemento esencial para que puedan acceder a la financiación externa. Además, las medidas que mejoren

el nivel de competencia en los mercados de productos y factores son cruciales para reasignar los recursos hacia las pymes con mejores resultados y, por consiguiente, aumentar la competitividad general de la zona del euro.

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

3 LA RELACIÓN DE LA CURVA DE PHILLIPS EN LA ZONA DEL EURO

La curva de Phillips, que en un sentido amplio se entiende como la relación entre la inflación y la capacidad ociosa de la economía, es un marco estándar para explicar y predecir la evolución de la inflación. Al mismo tiempo, este marco está rodeado de una considerable incertidumbre, tanto desde el punto de vista conceptual como empírico. Concretamente, no existe un único concepto de curva de Phillips, sino que hay varias especificaciones igualmente plausibles, por ejemplo, utilizando distintas medidas de la capacidad ociosa y de la inflación, diferentes supuestos sobre el papel y la forma de las expectativas, distintas variables que representan los factores de oferta o diseños econométricos diferentes. En este artículo se analiza la relación de la curva de Phillips entre la inflación y la holgura de la economía desde 1999 para el conjunto de la zona del euro y para los distintos países que la integran. El análisis de países es importante, ya que estos muestran una heterogeneidad sustancial en cuanto a la estructura económica y el entorno institucional. En el artículo se pone de manifiesto la incertidumbre existente en torno a la relación de curva de Phillips, sobre todo en lo que se refiere a la elección de la medida de capacidad económica ociosa relevante, a las inestabilidades en la relación a lo largo del tiempo y a sus limitaciones para predecir la inflación. Tener en cuenta versiones diferentes de la curva de Phillips puede servir, hasta cierto punto, de protección frente a dichas incertidumbres. La curva de Phillips puede considerarse una herramienta útil para contrastar la evolución de la inflación con la del producto y la demanda. Sin embargo, dada la complejidad del proceso inflacionista, es una base insuficiente para predecir la inflación y orientar la política económica, por lo que debería contemplarse únicamente como un elemento de un análisis más amplio.

INTRODUCCIÓN

Desde 2008, las consecuencias de las crisis financiera y de deuda soberana han dejado su impronta en forma de un prolongado período de depresión de la actividad económica y de elevado desempleo. Las estimaciones disponibles del producto potencial y del paro estructural implican la persistencia de brechas de producción negativas y de brechas de desempleo positivas. La teoría económica y las regularidades históricas sugieren que esta persistente infrautilización de la capacidad productiva debería traducirse en un descenso de la inflación.

La curva de Phillips —entendida en un sentido amplio— vincula el crecimiento de los precios o de los salarios a una medida de la capacidad ociosa, como la brecha de producción o de desempleo, y ofrece un marco conceptual para analizar y predecir la evolución de la inflación. Muchos modelos macroeconómicos utilizados en la formulación de las políticas económicas incorporan explícita o implícitamente esta relación. Sin embargo, el empleo de las relaciones de la curva de Phillips en la práctica real ha de basarse en varias consideraciones. Por ejemplo, una de estas consideraciones se refiere a la incertidumbre en torno a las estimaciones empíricas de los recursos ociosos de la economía. Otra es que la tasa de variación de los precios puede reflejar muchas más influencias que los desequilibrios de oferta y demanda en los mercados de trabajo y de bienes aproximados por medidas de la capacidad ociosa. Por ejemplo, el hecho de que, en los últimos años, la inflación de los precios de consumo en la zona del euro no se redujera de forma más acusada ante la existencia de amplias las brechas de producción se debió, en parte, a las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados aplicadas en varios países de la zona del euro como parte de los esfuerzos de consolidación fiscal. Del mismo modo, la evolución

de los precios de importación —especialmente de los productos energéticos— ha afectado alternativamente al alza y a la baja a la inflación de la zona del euro en los últimos años. Tales factores influyen en la inflación más allá del grado de holgura económica existente en cada país en ese momento.

Además, la fuerza de la relación entre la inflación y la capacidad ociosa puede depender del estado de la economía y cambiar con el tiempo. Por ejemplo, las reformas económicas estructurales de los mercados de trabajo y de productos encaminadas a relajar las rigideces de precios y salarios pueden modificar la respuesta de la inflación a la holgura de la economía. Además, si los precios son rígidos a la baja, la relación se convierte en no lineal, especialmente en períodos prolongados de infrautilización de la capacidad productiva, la inflación no se reduciría o lo haría solo ligeramente, mientras que aumentaría significativamente tan pronto como la capacidad productiva se utilizara plenamente. Por consiguiente, la evolución de la inflación no puede ligarse unívocamente a estimaciones de los recursos ociosos de la economía.

En este artículo se analiza la relación entre la inflación y la capacidad ociosa (en lo sucesivo denominada «curva de Phillips») en la zona del euro desde 1999. Como a nivel agregado de la zona, la curva de Phillips puede ocultar diferencias sustanciales entre los países que integran dicha zona, el análisis también evalúa la relación de la curva de Phillips en distintos países.

El artículo se estructura de la manera siguiente. En la sección 2 se examina el concepto de curva de Phillips con el fin de determinar las distintas fuentes de incertidumbre que pueden surgir de su aplicación empírica. En la sección 3 se estudian las relaciones de la curva de Phillips en la zona del euro en su conjunto y en los distintos países que la integran durante el período 1999-2013, analizando las diferencias en la relación con medidas alternativas de capacidad económica ociosa y las divergencias entre países. En la sección 4 se comentan posibles cambios en la relación tras las crisis financiera y de deuda soberana. En la sección 5 se pasa revista a factores adicionales que pueden afectar a la relación de la curva de Phillips, y en la sección 6 se concluye con algunas consideraciones generales sobre el uso de la relación para el análisis de las políticas económicas.

CONCLUSIONES

La curva de Phillips proporciona un marco intuitivo para evaluar la relación entre el grado de holgura económica y la tasa de inflación y es una herramienta habitual para explicar y predecir la evolución de la inflación.

Al mismo tiempo, una serie de limitaciones, puestas de manifiesto en este artículo, sugieren que esta curva constituye una base analítica insuficiente para predecir la inflación y orientar la política monetaria. En concreto, hasta la fecha no se ha establecido claramente un único concepto de curva de Phillips que sea el mejor para esos fines. En cambio, existen varias especificaciones igualmente plausibles de la curva de Phillips, por ejemplo, utilizando diferentes medidas de la capacidad ociosa de la economía. Además, la idoneidad de cada una de estas especificaciones podría variar de un país a otro, lo que es especialmente relevante en la zona del euro, donde los países que la integran muestran una heterogeneidad sustancial en cuanto a la estructura económica y el entorno institucional en relación, por ejemplo, con los mercados de trabajo y de productos.

Tener en consideración una amplia gama de especificaciones para la curva de Phillips puede servir, en cierta medida, de protección frente a dichas incertidumbres y, en particular, puede dar lugar a un comportamiento

predictivo más robusto. Sin embargo, en general, el marco no puede explicar suficientemente la complejidad del proceso inflacionista y la relación con sus determinantes.

En este contexto, el marco analítico de dos pilares que utiliza el BCE se basa en un conjunto amplio y detallado de herramientas y medidas para evaluar la evolución real tanto económica como de los precios, en el que la relación de la curva de Phillips entre la capacidad ociosa y la inflación es solo un elemento entre otros muchos. En concreto, el marco incluye un método global de predicción para la evolución de la inflación a corto y medio plazo, que se basa en un amplio conjunto de modelos y en un análisis económico y monetario.

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