

Salud fiscal y perspectivas para los mercados de bonos de la eurozona

22 de noviembre de 2023

- **Seguimos pronosticando una pequeña caída en los diferenciales de rendimiento de la eurozona sobre los Bunds durante el próximo año. Sin embargo, los crecientes riesgos alcistas en los últimos meses y las diferencias en las posiciones fiscales entre países pueden significar que el panorama relativo de algunos diferenciales haya cambiado.**
- Los rendimientos de los bonos de la zona euro continuaron cayendo ayer y los diferenciales de rendimiento se mantuvieron estables, a pesar de la publicación de la evaluación de la Comisión Europea de los presupuestos nacionales de los miembros de la UE, que informó que algunos de ellos –incluidos Francia, Alemania, Italia y Portugal– no están completamente en línea con sus recomendaciones. Esto sugiere que las evaluaciones no fueron una gran sorpresa, o que los inversores no están particularmente interesados en las minucias del análisis fiscal de la Comisión Europea. Pero también refleja la importancia relativa de otros factores en lo que respecta a las perspectivas generales de los diferenciales de rendimiento de la eurozona sobre los Bunds.
- Recientemente publicamos una [nota](#) en la que expresamos nuestra opinión de que **el riesgo de un aumento importante de los diferenciales de rendimiento de la zona del euro ha aumentado, pero aún pronosticamos que caerán un poco para finales de 2024**. Allí sosteníamos que las preocupaciones emergentes sobre la sostenibilidad de la deuda y las preocupaciones renovadas sobre las perspectivas de la economía de la eurozona continuarían ejerciendo una presión al alza sobre los diferenciales periféricos. Pero esperamos que eso se vea contrarrestado por la presión a la baja proveniente de la flexibilización de la política monetaria y la caída de los rendimientos de los bonos globales.
- **La fuerte caída de los rendimientos de los bonos gubernamentales de la eurozona en las últimas semanas es consistente con esa opinión**. De hecho, el repunte que comenzó después del [informe de empleo de septiembre en EE.UU.](#) se vio sostenido por la continua debilidad de los datos económicos de la zona del euro (véanse [aquí](#) y [aquí](#)) y se aceleró después de que la publicación [de los datos del IPC de EE.UU.](#) la semana pasada acercara los rendimientos de los bonos de la zona del euro a, o incluso *por debajo* de sus niveles a principios de este año. (Véase el [gráfico 1](#).) Lo mismo ocurre con la mayoría de los diferenciales de rendimiento sobre los Bunds, que en algunos casos han caído considerablemente a lo largo del año en su conjunto. (Véase el [gráfico 2](#).) El diferencial de Grecia, por ejemplo, cayó después de la contundente victoria electoral de un partido de centroderecha que los inversores consideraban favorable al mercado.

Gráfico 1: Cambios en los rendimientos de los bonos gubernamentales a 10 años (pb)

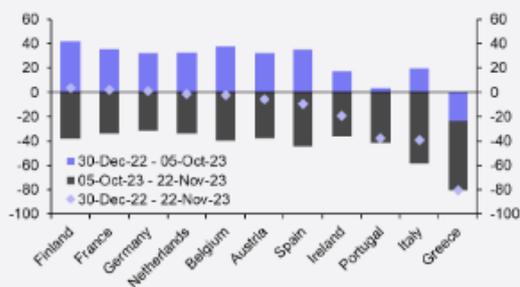
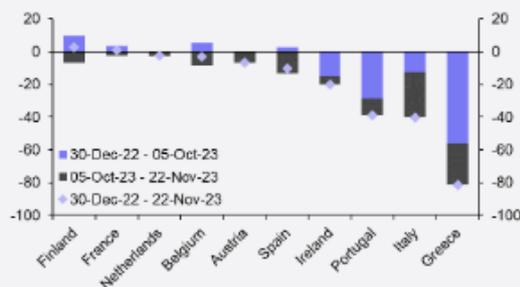


Gráfico 2: Cambios en los diferenciales de rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años respecto de los Bunds (pb)



Fuentes: Refinitiv, Capital Economics.

- Dejando de lado el panorama de la eurozona en su conjunto, hay algunos acontecimientos interesantes específicos de cada país que vale la pena destacar.
- El diferencial BTP a 10 años, que ha sido con diferencia el más alto entre los de los mercados de la eurozona en los últimos años, probablemente seguirá siéndolo durante mucho tiempo . Esperamos que el aumento de los rendimientos de los bonos en el largo plazo impulse la ya enorme deuda soberana de Italia hacia una senda ascendente , añadiendo una presión alcista significativa sobre ese diferencial. Al mismo tiempo, dudamos que se produzca una venta importante de BTP en el corto plazo . De hecho, la decisión de Moody's de elevar la perspectiva crediticia de Italia de "negativa" a "estable" provocó un repunte de los BTP el viernes pasado.
- Mientras tanto, el panorama relativo entre los mercados de bonos de la eurozona parece haber cambiado algo en los últimos meses (en particular, en el caso de los diferenciales a 10 años de Francia y Portugal sobre los Bunds).
- Si bien los diferenciales periféricos se han mantenido, en general, estables desde principios de año, el diferencial francés se ha ampliado ligeramente desde entonces. Mientras tanto, su homólogo portugués se ha reducido sustancialmente. (Ver Gráfico 3.) El aumento del diferencial de Francia probablemente se debe a la vulnerable posición fiscal del país : es uno de los países del G7 con un déficit primario que parece incompatible con una relación deuda-PIB estable o decreciente. Mientras tanto, en Portugal , el gobierno esperaba reportar un superávit primario de alrededor del 2,8% del PIB este año, lo que sería consistente con una caída de la relación deuda/PIB.
- Creemos que los dos diferenciales, que ahora se encuentran en niveles similares por primera vez desde la crisis financiera mundial, seguirán siéndolo, al menos en los próximos dos años. Por un lado, esperamos que el diferencial francés sobre los Bunds siga siendo más amplio de lo que ha sido históricamente . En nuestra opinión, el ajuste fiscal propuesto en el proyecto de presupuesto de 2024, que probablemente será aprobado por el parlamento, es demasiado limitado y demasiado lento para mejorar significativamente el gran déficit primario. Y sin una mayoría en el parlamento, dudamos que el gobierno pueda endurecer la política más de lo acordado en el proyecto de presupuesto.
- Es más, esperamos que el diferencial portugués se mantenga más estrecho que en el pasado . Después de todo, el proyecto de presupuesto de Portugal para 2024 –ya

aprobado por el parlamento— añade más seguridad a los inversores de que la situación fiscal del país seguirá por una senda responsable, a pesar de la reciente dimisión del Primer Ministro António Costa. La mejora de dos niveles de [la calificación crediticia de Portugal por](#) parte de Moody's el viernes pasado también respalda esta opinión.

- Es cierto que los riesgos en torno a las perspectivas de la política fiscal en Portugal más allá de 2024 aumentaron con la posibilidad de que se instale un nuevo gobierno después de las elecciones anticipadas que ahora se celebrarán en marzo del próximo año. Pero, si bien no está claro quién estará en el poder, ninguno de los partidos principales aboga por una política fiscal mucho más flexible.
- **La convergencia del diferencial de Portugal sobre los Bunds hacia el de Francia también creó una brecha significativa entre este país y el diferencial de España** (ver nuevamente el Gráfico 3) , **que creemos que también persistirá en los próximos dos años, aunque un poco más estrecha de lo que es ahora** . Esto se debe a que, tal como está, el déficit primario de España parece demasiado grande para mantener una relación deuda-PIB estable en el futuro. Y dudamos que su posición fiscal bajo un nuevo gobierno de coalición sea demasiado diferente de cómo ha sido en los últimos años.
- **El resultado es que proyectamos que los diferenciales de rendimiento de los bonos gubernamentales de la eurozona sobre los Bunds terminarán 2024 un poco por debajo de sus niveles actuales. Si bien eso implica que el diferencial de los BTP a 10 años sobre los Bunds seguirá siendo significativamente más amplio que otros en la periferia, también significa que el riesgo relativo percibido entre la deuda soberana de Portugal y Francia se ha inclinado a favor de la primera.** (Ver Cuadro 4.)

Gráfico 3: Diferenciales de rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años sobre los Bunds (pb)

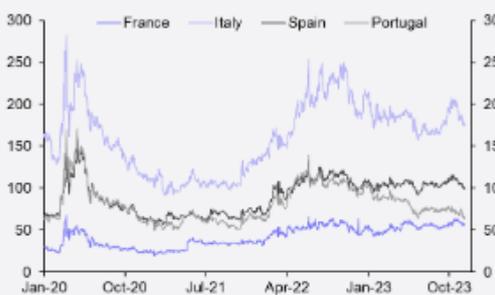
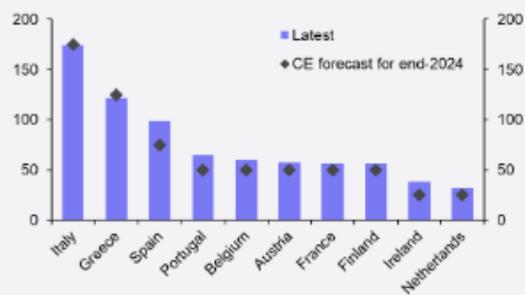


Gráfico 4: Diferenciales de rendimiento de los bonos del Estado a 10 años respecto de los Bunds (pb)



Fuentes: Refinitiv, Capital Economics.

https://www.capitaleconomics.com/publications/global-markets-update/fiscal-health-and-outlook-euro-zones-bond-markets?utm_source=Sailthru&utm_medium=email&utm_campaign=Regular%20Report-aaf37603-61fd-4b40-90d7-f72b12fd8bba&utm_term=Regular%20Report-aaf37603-61fd-4b40-90d7-f72b12fd8bba

