

La reducció del balanç del BCE el 2023

El balanç del BCE va arribar gairebé al 70% del PIB de la zona de l'euro cap a la meitat del 2022, un increment molt substancial en relació amb la seva dimensió habitual abans d'iniciar les compres d'actius i els préstecs a llarg termini a gran escala (per exemple, el 20% al final del 2014). Amb aquestes mesures no convencionals, la zona de l'euro ha viscut durant anys en un entorn de tipus d'interès molt baixos. Fins que va arribar el 2022 i el BCE va pujar els tipus oficials en 250 p. b. entre el juliol i el desembre. El 2023, no solament tindran continuïtat aquests increments de tipus, sinó que el BCE també reduirà la dimensió del balanç. Com funcionarà aquesta reducció i quines conseqüències pot tenir sobre el deute sobirà?

Dues planques per disminuir el balanç: TLTRO-III i APP

Al final del 2022, el balanç del BCE ja s'havia reduït gairebé el 10% per diferents devolucions anticipades de préstecs TLTRO-III,¹ després que, a l'octubre del 2022, se'n reajustessin les condicions. Les TLTRO-III continuaran caient el 2023, tant per les noves devolucions anticipades com, mecànicament, pel venciment mateix dels préstecs. A això se sumarà la reducció de la cartera de bons adquirida, des del 2015, sota el programa APP. L'APP representa gairebé el 40% del balanç del BCE² i, en la seva majoria (el 80%), consta de bons de deute sobirà dels països de la zona de l'euro. Malgrat que el BCE ja no realitza compres netes des del juliol del 2022, fins ara la dimensió dels actius en balanç s'ha mantingut estable gràcies a les reinversions: quan venç un bo en mans del banc central, aquest utilitza els pagaments rebuts per comprar nous bons i mantenir constant la cartera. No obstant això, el passat 15 de desembre, es va anunciar l'inici del final d'aquestes reinversions: entre el març i el juny del 2023, el BCE deixarà que vencin 15.000 milions d'euros (en mitjana mensual) sense reinvertir-los, és a dir, reduirà les reinversions en gairebé el 50% (vegeu el primer gràfic).

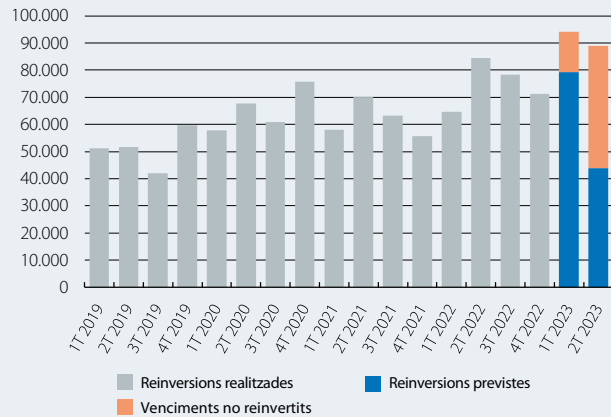
Més enllà del juny del 2023, el BCE anirà ajustant aquesta referència de 15.000 milions, i, en un context d'enduriment monetari, cal esperar que es vagi elevat el llindar fins a dur les reinversions a zero. Això, sumat a les noves devolucions de les TLTRO-III, podria reduir el balanç del BCE el 15% al llarg del 2023 o, en altres paraules, dur-lo fins al 50% del PIB de la zona de l'euro, encara per damunt dels nivells prepan-dèmia (vegeu el segon gràfic).³

1. Les TLTRO són préstecs a llarg termini concedits pel BCE al sector bancari.

2. L'altre gran programa de compres, el PEPP, llançat durant la pandèmia, representa el 20%. En total, sota el PEPP i l'APP, els bons sobirans en mans de l'Eurosistema ascendien fins als 4,2 bilions d'euros cap al final del 2022.

3. Aquesta projecció assumeix que el BCE redueix les reinversions de l'APP fins al 30% en el 3T 2023 i fins al 0% en el 4T 2023. Això explica el 20% de la disminució projectada del balanç. Pel que fa a les TLTRO-III, responsables del 80% restant, la reducció projectada només contempla la devolució de tots els préstecs que vencen el 2023 (que són la majoria).

BCE: venciments i reinversions de l'APP (Milions d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

BCE: dimensió del balanç (% del PIB de la zona de l'euro)



Nota: Per al 2023, es presenten estimacions basades en les previsions pròpies de PIB, en el final de les reinversions de l'APP i en les devolucions de les TLTRO-III.

Font: CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades del BCE.

Conseqüències: necessitats de finançament i tipus d'interès

L'expansió del balanç va convertir el BCE en un agent important del mercat de bons i, a més a més, va anar de bracet d'uns tipus d'interès més baixos. Així, la seva reducció el 2023 fa necessari preguntar-se quin impacte pot tenir sobre les necessitats de finançament dels tresors i sobre els tipus d'interès.

A partir de la projecció anterior sobre el balanç, podem comparar les necessitats de finançament dels tresors nacionals entre el 2022 i el 2023. La diferència clau entre els dos anys és que, el 2022, el BCE encara realitzava compres netes sota els programes APP i PEPP i, per tant, absorbia necessitats de finançament brutes (amb les reinversions) i netes. En canvi, el 2023, el BCE no solament no realitzarà compres netes, sinó que, en reduir les reinversions, deixarà de cobrir una part de les emissions que es realitzen per motius d'amortització. Com ho mostra el

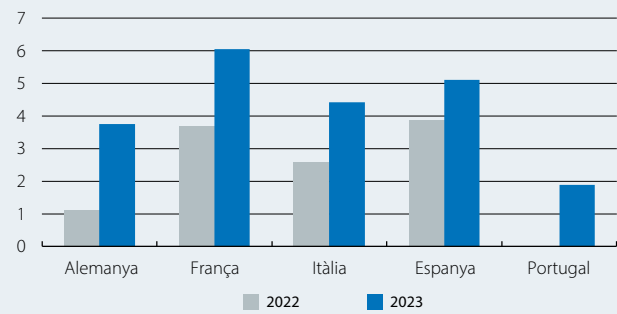
tercer gràfic, arran de la retirada del BCE, augmentaran les emissions que els tresors hauran de col·locar a altres agents.⁴ L'impacte no és menyspreable, però deixa xifres assumibles. Per exemple, les necessitats netes de finançament al mercat d'Espanya queden en el 5% del PIB, per damunt de la mitjana del 2015-2019 (el -1,3%, amb un BCE molt actiu en la compra de deute i amb un dèficit que no era tan alt), però per sota de les necessitats mitjanes el 2008-2014 (el 6,9%). A més a més, cal tenir en compte que, el 2023, el BCE va continuar molt present als mercats a través de les reinversions del PEPP, així com el bon historial de col·locació d'emissions que han mantingut els tresors en uns últims anys que no han estat precisament lliures de volatilitat.

Al seu torn, l'augment en les necessitats de col·locació de deute pot generar una certa pressió sobre els tipus d'interès de mercat. Per quantificar aquesta pressió, utilitzem el nostre model de tipus d'interès macro o *fair value*.⁵ La idea subjacent a aquests models és que el tipus d'interès del deute públic depèn dels fonaments macroeconòmics del país en qüestió i de l'entorn global. Per exemple, la capacitat de pagament depèn del nivell d'endeutament, de les expectatives sobre el superàvit o el dèficit públic i del creixement futur de l'economia. Així mateix, la situació de l'economia europea en conjunt determina la política monetària que fixa el BCE, amb la qual influencia tota la constel·lació de tipus d'interès. Amb aquests ingredients, i a partir de les relacions històriques entre ells, podem estimar el tipus d'interès sobirà coherent amb els fonaments macroeconòmics.^{6,7} Aquest «tipus macro» ens permet estudiar la sensibilitat dels tipus d'interès als canvis en l'escenari, com un deteriorament de les perspectives de creixement o, com en el cas que ens ocupa, una reducció en el deute sobirà en mans de l'Eurosistema. Segons aquest exercici, el final de les reinversions de l'APP hauria d'exercir una pressió continguda sobre els tipus d'interès sobirans el 2023, tant a les economies del nucli de la zona de l'euro com a les de la perifèria.

En conjunt, doncs, l'anàlisi suggereix que, el 2023, la reducció del balanç del BCE acompanyarà, més que intensificarà, l'enduriment de les condicions monetàries provocat pels

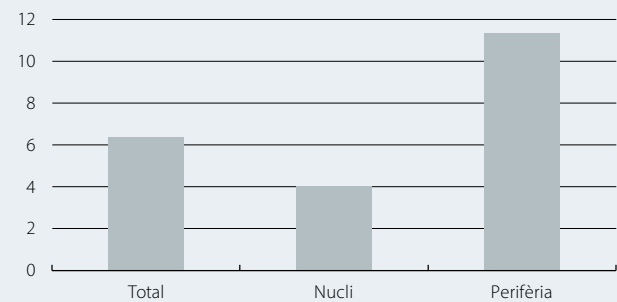
4. A diferència dels altres països, el tensionament a Alemanya i a França s'intensifica pels augments del dèficit públic.
 5. Vegeu el Focus «[La fragilitat macroeconòmica dels tipus d'interès](#)», a l'IM10/2020.
 6. Estimem regressions individuals per als tipus sobirans a 10 anys d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Irlanda, Itàlia, els Països Baixos i Portugal, amb les següents variables explicatives: les expectatives de l'euríbor a 3 mesos, del creixement real del PIB i de la inflació, la ràtio de deute públic sobre el PIB, un indicador de volatilitat borsària, el tipus sobirà nord-americà a 10 anys, les compres d'actius que el BCE acumula al seu balanç des del 2015 i un indicador de tensions a la zona de l'euro (variable binària que és igual a 1 si una prima de risc sobirana es tensiona de forma significativa).
 7. L'impacte estimat és parcial. És a dir, contempla l'efecte directe d'una reducció dels bons en mans del BCE, però no l'efecte indirecte que aquesta reducció pugui tenir sobre les condicions financeres globals o sobre les perspectives del PIB i de la inflació. Tampoc contempla els efectes indirectes de les devolucions de TLTRO-III.

Tresors UE: emissions de bons netes ± BCE *
(% del PIB)



Notes: * Emissions netes d'amortitzacions. El 2022, es descompten les compres netes del BCE (QE de PEPP + APP) i, el 2023, s'afegeixen els venciments de bons a la cartera del BCE que no es reinvertiran (QT d'APP). El BCE inicia la reducció de la cartera de l'APP al març del 2023 i redueix les reinversions al 55% fins al juny (segons l'anunciat), i s'assumeix que baixen al 30% en els tres mesos següents i després al 0%.
 Font: CaixaBank Research, a partir d'estimacions pròpies i de dades dels Tresors nacionals, de Bloomberg i d'AMECO.

Zona de l'euro: impacte del QT sobre els tipus sobirans a 10 anys
(p. b.)



Notes: El total correspon a la mitjana ponderada d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, França, els Països Baixos (nucli) i Espanya, Irlanda, Itàlia i Portugal (perifèria). Estimacions a partir de models del tipus d'interès a 10 anys fair value de cada país segons els indicadors de condicions financeres globals, la política monetària convencional i no convencional del BCE, les ràtios de deute públic i les expectatives de creixement i d'inflació. L'impacte s'estima com la diferència entre el fair value amb QT i sense QT.
 Font: CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades de Refinitiv, del BCE, d'Eurostat i del Consensus Economics.

increment dels tipus oficials. I, tot i que l'experiència d'altres institucions, com la Fed dels EUA, mostra que es poden produir episodis de volatilitat als mercats amb la retirada dels bancs centrals,⁸ també deixa clar que, en cas de necessitat, les autoritats monetàries tenen eines per restablir el bon funcionament dels mercats.

8. Vegeu el cas del mercat *repo* dels EUA al setembre del 2019. Anbil, Sriya, Alyssa Anderson i Zeynep Senyuz (2020), «What Happened in Money Markets in September 2019?», FEDS Notes, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.