

El BCE, a revisión

El BCE está revisando el marco operativo con el que implementa los tipos de interés. Veamos los principales interrogantes del proceso.

¿Cómo se implementan los tipos?

El BCE controla directamente tres tipos de interés, el *depo*, el *refi* y el MLF. El *depo* es el tipo al que los bancos pueden depositar su exceso de liquidez en el BCE y fija un suelo sobre los tipos de interés de mercado (ninguna institución con acceso al *depo* querrá prestar a tipos inferiores). En el otro extremo, el MLF es el coste de tomar prestada liquidez del BCE de un día para otro a través de la *marginal lending facility* o facilidad marginal de crédito, y fija un techo sobre los tipos de mercado (nadie con acceso al MLF querrá tomar prestado a tipos superiores).

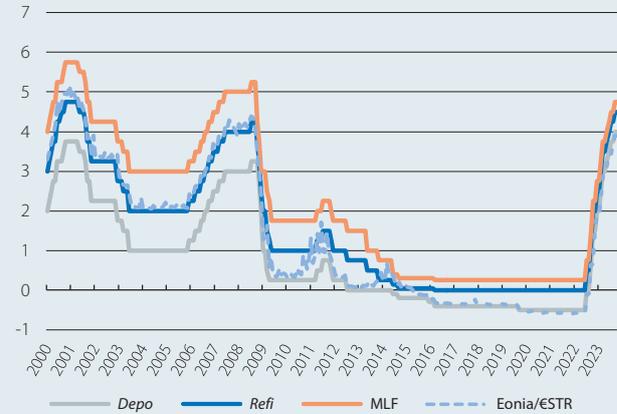
En medio está el *refi*, el tipo de referencia antes de la crisis financiera global (CFG): dado un tipo *refi*, el BCE estimaba la demanda de liquidez del conjunto del sistema bancario y la suministraba con préstamos (a una semana) concedidos al tipo *refi* (las llamadas operaciones de refinanciación, que se realizaban mediante subasta). Después de que el BCE suministrara una oferta total de liquidez, el mercado interbancario se encargaba de redistribuirla entre las entidades. Como se ve en el primer gráfico, el suelo y el techo fijados por *depo* y MLF aseguraban que, en esa distribución, los tipos de mercado quedaran siempre dentro del corredor, y pre-CFG, el BCE conseguía anclarlos en el medio (al tipo *refi*) gracias a inyectar una oferta total muy ajustada a la demanda.

Sin embargo, con la CFG y la congelación del mercado interbancario, el BCE tuvo que adoptar un rol más directo. En 2008, los préstamos al tipo *refi* pasaron a ser de *fixed-rate full allotment* (FRFA): en vez de subastar cantidades fijas, cada entidad podía obtener del BCE tanta liquidez como deseara. Esto, y el fuerte crecimiento de la liquidez del sistema, terminaron anclando los tipos de mercado al *depo*: la opción de depositar la liquidez en el BCE se convirtió en el ancla para el precio del resto de usos alternativos de esa abundante liquidez.

¿Por qué hay tanta liquidez?

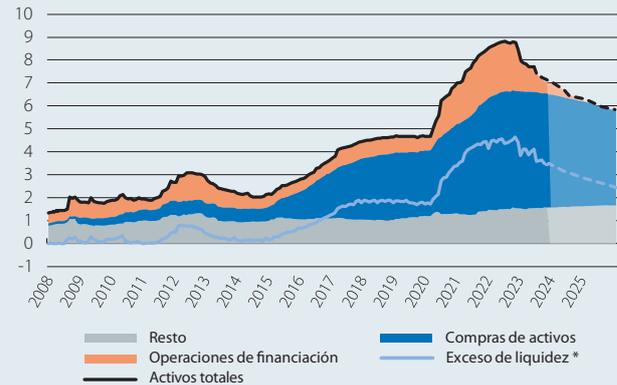
La puerta la abrió el sistema FRFA en 2008, pero la liquidez empezó a acumularse más significativamente en 2010-2012, tras el lanzamiento de herramientas para la estabilización financiera (con las compras del *Securities Markets Programme* y las inyecciones VLTRO, entre otras), y se intensificó mucho con los programas de compras de activos iniciados en 2015 (APP) y 2020 (PEPP) y las distintas rondas de TLTRO (préstamos a largo plazo concedidos por el BCE entre 2014 y 2021).

BCE: tipos de interés oficiales y de mercado
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Balance del BCE: activos totales
(Billones de euros)



Nota: * Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Con los repagos de las TLTRO que comenzaron en 2022 y la reducción del APP iniciada en 2023, ha empezado una disminución sostenida del balance del banco central y de la liquidez del sistema. Es precisamente por eso que el BCE revisa, ahora, un marco operativo basado en el exceso de liquidez.

¿Qué ventajas tiene implementar los tipos con exceso de liquidez?

El exceso de liquidez y el rol de ancla del tipo *depo* han reducido la volatilidad de los tipos de interés de mercado. Además, frente al sistema pre-CFG, el BCE ya no tiene que estimar con precisión las necesidades de liquidez mínimas del sistema,¹ si bien tampoco puede relajarse: aunque la

1. Un esfuerzo no menor, dado que las necesidades de liquidez son mayores (entre otros, por motivos regulatorios y una mayor percepción del riesgo) y más inciertas.

liquidez sea abundante en el conjunto del sistema, puede haber turbulencias si está distribuida desigualmente, como ejemplificó el *flash crash* del mercado de *fed funds* estadounidense en septiembre de 2019. Por último, la abundancia de liquidez tiene la ventaja de mantener un elevado volumen de activos seguros en el sistema y garantizar, preventivamente, colchones de protección ante episodios de estrés.

¿Hay inconvenientes?

La contrapartida más directa es el elevado tamaño de balance que debe sostener el banco central, con la consiguiente huella en los mercados financieros (influyendo un amplio universo de tipos de interés y con efectos colaterales como la escasez de bonos en mercados secundarios). Además, también conlleva riesgos financieros para la cuenta de pérdidas y ganancias del propio banco central. Asimismo, el exceso de liquidez inyectado por el banco central puede desincentivar el mercado interbancario y distorsionar la información de tipos de interés *benchmark* como el €STR.²

¿Hay una opción que equilibre costes y beneficios?

Las declaraciones parecen favorecer un sistema con abundante liquidez y dando continuidad al marco vigente,³ pero con una implementación algo diferente.⁴ Mientras que ahora el exceso de liquidez lo ha inyectado proactivamente el BCE, una alternativa sería ofrecer operaciones de refinanciación abundantes y regulares con las que sea la propia demanda la que determine y satisfaga sus necesidades de liquidez. El Banco de Inglaterra, que ha adoptado el sistema, lanza estas operaciones al mismo tipo de interés que al que remunera las reservas. En cambio, si el BCE siguiera al Riksbank, que utiliza un sistema parecido, podría establecer un corredor estrecho: por ejemplo, con las operaciones de refinanciación al tipo *refi*, y este dentro de un corredor estrecho entre el *depo* y el MLF (el corredor del Riksbank es de ±10 p. b.).

Además de ser más autorregulado (la demanda se autosatisface y se asegura una distribución adecuada de la liquidez),⁵ este sistema tiene las ventajas de ser robusto a fluctuaciones en las reservas y permitir al banco central tener una cartera de bonos más pequeña, con una menor huella en los mercados.

2. El €STR, que recoge el tipo de interés de préstamos a un día entre instituciones financieras, cotiza por debajo del *depo* (su teórico límite inferior). El €STR «fuga por debajo del *depo*» porque incluye transacciones entre entidades con acceso a la facilidad de depósitos e instituciones sin acceso: estas transacciones ganarían peso relativo en un mercado interbancario poco dinámico, acentuando las «fugas».

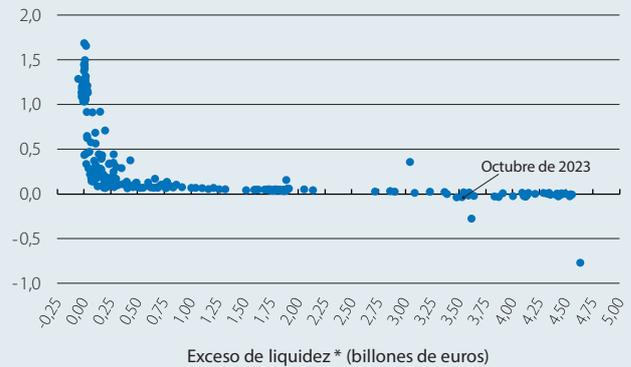
3. Philip Lane, *Central bank liquidity: a macroeconomic perspective*, 9 de noviembre de 2023.

4. Isabel Schnabel, *Back to normal? Balance sheet size and interest rate control*, 27 de marzo de 2023.

5. Para conseguirlo, es fundamental que las operaciones de refinanciación no generen estigma.

Eurozona: spreads entre tipos de interés y exceso de liquidez

Spread entre el tipo OIS y el *depo* (p. p.)



Nota: * Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del BCE.

¿Cuáles son las perspectivas más inmediatas para el BCE?

La revisión operacional del BCE determinará el tamaño y la composición de su balance a largo plazo. En 2024 y 2025, estimamos que todavía mantendrá un balance relativamente elevado y se seguirá operando con liquidez abundante. En concreto, en 2023 el balance del BCE se habrá reducido en 1 billón de euros por las devoluciones de TLTRO (-0,85 billones) y el fin de las reinversiones del APP (-0,2 billones). Estas dinámicas continuarán en 2024 y 2025, intensificadas por el fin de las reinversiones del PEPP, pero, aunque se trasladasen 1-a-1 sobre el exceso de liquidez, a finales de 2025 este todavía quedaría por encima de los 2 billones (véase el segundo gráfico),⁶ un nivel holgado en el que el *depo* seguiría siendo el ancla de referencia para los tipos de mercado (véase el tercer gráfico).⁷

6. Esta proyección asume la devolución de todas las TLTRO restantes (unos 500.000 millones de euros hasta diciembre de 2024), la reducción pasiva del APP (cero reinversiones) y la reducción pasiva del PEPP a partir del verano de 2024 (tres meses con reinversiones al 50%, tres meses más al 30% y luego al 0%).

7. La relación histórica está sujeta a la cautela habitual: cambios estructurales en la demanda de reservas podrían hacer que el tipo de mercado se desancle en niveles de exceso de liquidez superiores al pasado.