El camí del BCE cap a una nova normalitat

Rere les sacsejades i els vaivens de la conjuntura, la zona de l'euro i el BCE avancen cap a una nova normalitat per a l'entorn financer. En els últims anys, el BCE ha alleugerit la petjada que deixa als mercats amb el retorn a una política monetària convencional i amb la retirada de l'orientació futura (*forward guidance*). Així, avui la política monetària la dicten els tipus d'interès de referència (essencialment el tipus de la facilitat de dipòsits o *depo*),[1] i el BCE no es compromet amb cap senda futura de tipus d'interès, sinó que persegueix una presa de decisions àgil, reunió a reunió i segons ho dictin les dades i els esdeveniments econòmics i geopolítics.

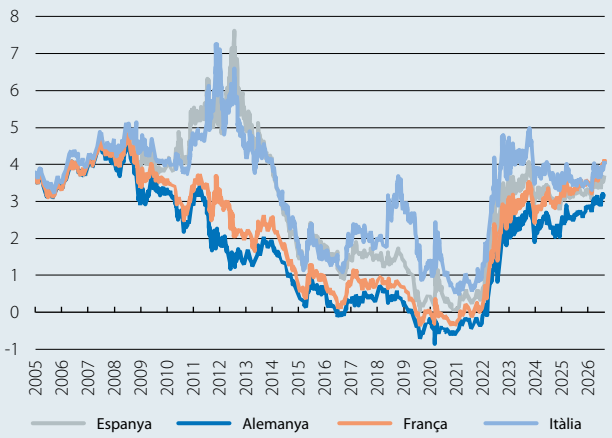
Aquesta nova normalitat és ben visible en els tipus d'interès. Com ho mostra el primer gràfic, els tipus d'interès sobirans de les grans economies de la zona de l'euro s'han situat de nou en nivells semblants als previs a la crisi financera del 2008. Alhora, i a diferència d'aquest període precrisi, els inversors mostren una capacitat de discriminació que es reflecteix en la dispersió dels tipus entre els diferents països i, per tant, en el preu dels respectius deutes públics. O, el que és el mateix, hi ha unes primes de risc positives i que es troben en nivells coherents amb els fonaments macroeconòmics dels països,[2] fins i tot després del xoc energètic del Pròxim Orient.

El camí cap a la nova normalitat també es visibilitza en el balanç del BCE. En cinc anys, ha baixat d'un pic equivalent al 65% del PIB de la zona de l'euro (2021) a fluctuar al voltant del 37% (un pes comparable al del 2017). Aquesta reducció s'ha vehiculat amb una retirada de la liquiditat injectada per l'Eurosistema en els anys de crisi (crisi financera global del 2008, crisi del deute sobirà a Europa i pandèmia de la COVID-19), després del final dels préstecs extraordinaris al sector financer (TLTRO) i de la descàrrega passiva del deute comprat sota els programes de QE.[3] Aquestes dinàmiques continuaran en els propers anys i, en ser passives i graduals, faran que la liquiditat continuï sent abundant a curt i a mitjà termini. Com ho mostra el segon gràfic, l'excés de liquiditat no baixaria del 5% del PIB fins a la meitat/final del 2029.[4]

De fet, la comparativa històrica que recull el tercer gràfic suggereix que encara queda un bon recorregut abans que la retirada de la liquiditat comenci a generar una certa escassetat i que, per exemple, es manifesti en un augment dels *spreads* als mercats monetaris. Així i tot, és difícil estimar en quin nivell la liquiditat deixarà de ser «excessiva». És més, hi ha hagut canvis en l'entorn que suggereixen que aquest punt d'*impasse* pot ser diferent al del passat i que

Zona de l'euro: tipus d'interès sobirans a 10 anys

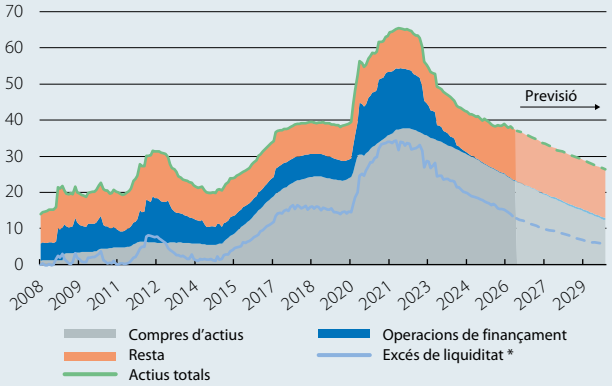
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Balanç del BCE: actius totals

(% del PIB)



Nota: ** Dipòsits a la facilitat de dipòsits més excés de reserves menys ús de la facilitat marginal de crèdit.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de projeccions pròpies.*

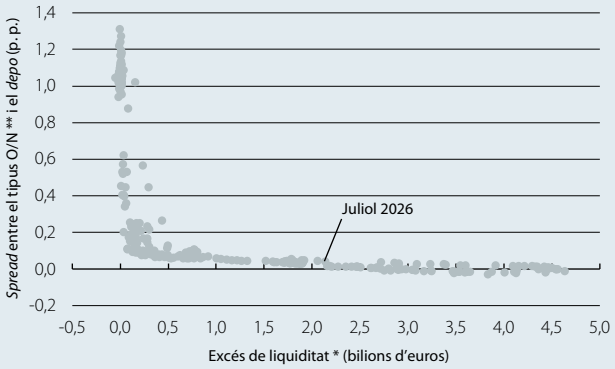
1. És a dir, el tipus d'interès al qual es remuneren els dipòsits *overnight* que els bancs mantenen a l'Eurosistema. Cal no confondre aquests dipòsits amb les reserves mínimes exigides, les quals, amb un coeficient actual de l'1%, reben una remuneració del 0%.
2. Vegeu el Focus «Primes de risc i macroeconomia: una relació robusta i transversal», a l'IM02/2026.
3. Els dos grans programes de QE van ser l'APP (2014-2023) i el PEPP (2020-2024), amb els quals el BCE va comprar deute (públic i corporatiu; i no directament, sinó en mercats secundaris) per neutralitzar els riscos de fragmentació financera i per estimular l'economia quan els tipus oficials (en el 0% i fins i tot una mica negatius) es van quedar sense recorregut. El BCE va aturar les compres netes dels dos programes el 2022, però va continuar comprant «en termes bruts» en reinvertir en nous actius el principal d'aquells actius adquirits que anaven vencent. Finalment, el BCE va començar a descarregar passivament aquest deute i va posar fi a les reinversions (de manera total al juliol del 2023 per a l'APP i al gener del 2025 per al PEPP).
4. La projecció del balanç segueix supòsits mecànics: l'APP i el PEPP («compres d'actius») disminueixen passivament amb el venciment d'actius; les MRO i l'LTRO («operacions de finançament») evolucionen segons la projecció mitjana del Survey of Monetary Analysts del BCE del juny del 2026, i la resta del balanç creix segons les tendències històriques. Per la seva banda, l'excés de liquiditat projectat evoluciona 1-a-1 amb la suma de «compres d'actius» i d'«operacions de finançament».

l'escassetat de liquiditat por aparèixer en nivells que amb anterioritat haurien semblat folgats: una menor tolerància al risc que dificulti la redistribució de la liquiditat dins el sistema bancari, un enduriment de la regulació financera o un desig precautori de matalassos de liquiditat més gruixuts.[5]

Precisament per aquest motiu, el BCE ha acompanyat el retorn a la normalitat de les eines monetàries (essencialment la reducció del balanç) amb una reforma del marc operacional, per propiciar que el drenatge de liquiditat no comprometi la implementació de la política monetària en el futur. Com ja ho hem analitzat,[6] el BCE desitja moure's de l'entorn actual, en què hi ha una abundant liquiditat injectada originalment pel propi banc central, a un món en què sigui el propi sistema financer el que determini la liquiditat que desitja posseir. Per implementar-ho, el BCE farà de les seves operacions de refinançament regulars (MRO a set dies i LTRO a tres mesos) la principal font de liquiditat directa i, a més a més, llançarà dos nous instruments per subministrar reserves: operacions de crèdit a llarg termini i una cartera estructural d'actius (no seran instruments «de política monetària», sinó eines estructurals per donar estabilitat a les necessitats de liquiditat del sistema financer).

La reforma del marc operacional es va anunciar ja el 2024. El 2026, està previst que el BCE en repassi el desplegament i valori la possibilitat de recalibrar (o no) alguns paràmetres. Ara com ara, la liquiditat continua sent abundant, i, per tant, en aquests dos anys, la transició ha estat molt gradual, com també ho il·lustra una reactivació molt incipient de la demanda de nova liquiditat (vegeu l'últim gràfic). Una gradualitat que cal preveure que es mantindrà en el futur.

Zona de l'euro: spreads *entre tipus d'interès i excés de liquiditat*

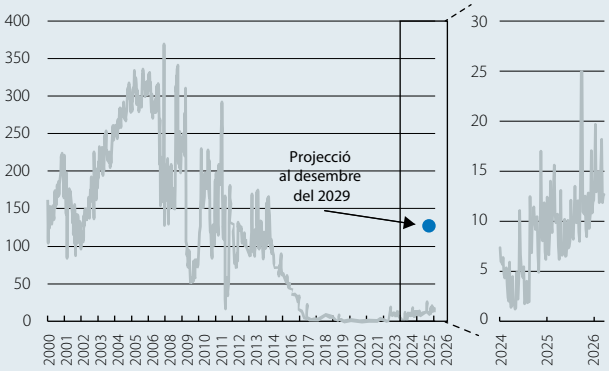


Notas: ** Dipòsits a la facilitat de dipòsits més excés de reserves menys ús de la facilitat marginal de crèdit. ** Correspon a l'Eonia entre el 2000 i el 2019 i al €STR més 8,5 p. b. a partir del 2020.*

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

Ús de les operacions MRO del BCE per part dels bancs europeus

(Milers de milions d'euros)



Nota: *La projecció al desembre del 2029 correspon a l'expectativa mitjana del Survey of Monetary Analysts (MRO + LTRO 3 mesos).*

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

5. Isabel Schnabel, *Towards a new Eurosystem balance sheet*, 6 de novembre del 2025.
6. Vegeu el Focus «Què hi ha darrere els tipus d'interès del BCE?», a l'IM09/2025.