El camino del BCE hacia una nueva normalidad

Detrás de las sacudidas y los vaivenes de la coyuntura, la eurozona y el BCE avanzan hacia una nueva normalidad para el entorno financiero. En los últimos años, el BCE ha aligerado la huella que deja en los mercados con la vuelta a una política monetaria convencional y la retirada de la orientación futura (*forward guidance*). Así, hoy la política monetaria la dictan los tipos de interés de referencia (esencialmente el tipo de la facilidad de depósitos o *depo*)[1] y el BCE no se compromete con ninguna senda futura de tipos de interés, sino que persigue una toma de decisiones ágil, reunión a reunión y según dicten los datos y los eventos económicos y geopolíticos.

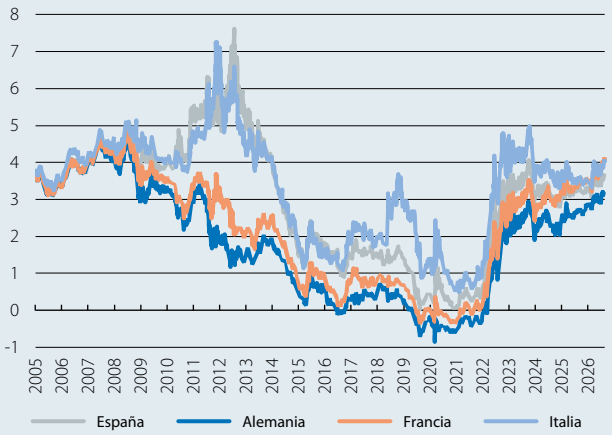
Esta nueva normalidad es bien visible en los tipos de interés. Como muestra el primer gráfico, los tipos de interés soberanos de las grandes economías de la eurozona vuelven a estar en niveles parecidos a los previos a la crisis financiera de 2008. A la vez, y a diferencia de ese periodo precrisis, los inversores muestran una capacidad de discriminación que se refleja en la dispersión de los tipos entre los distintos países y, por lo tanto, en el precio de las respectivas deudas públicas. O, lo que es lo mismo, hay unas primas de riesgo positivas y que se encuentran en niveles coherentes con los fundamentos macroeconómicos de los países,[2] incluso tras el *shock* energético de Oriente Próximo.

El camino hacia la nueva normalidad también se visibiliza en el balance del BCE. En cinco años ha bajado de un pico equivalente al 65% del PIB de la eurozona (2021) a fluctuar alrededor del 37% (un peso comparable al de 2017). Esta reducción se ha vehiculado con una retirada de la liquidez inyectada por el Eurosistema en los años de crisis (crisis financiera global de 2008, crisis de la deuda soberana en Europa y la pandemia de la COVID-19), tras el fin de los préstamos extraordinarios al sector financiero (TLTRO) y la descarga pasiva de la deuda comprada bajo los programas de QE.[3] Estas dinámicas seguirán en los próximos años y, al ser pasivas y graduales, harán que la liquidez siga siendo abundante a corto y medio plazo. Como muestra el segundo gráfico, el exceso de liquidez no bajaría del 5% del PIB hasta mediados/finales de 2029.[4]

De hecho, la comparativa histórica que recoge el tercer gráfico sugiere que todavía queda un buen recorrido antes de que la retirada de la liquidez empiece a generar cierta escasez y que, por ejemplo, se manifieste en un aumento de los *spreads* en los mercados monetarios. Con todo, es difícil estimar en qué nivel la liquidez dejará de ser «excesiva». Es más, ha habido cambios en el entorno que sugieren que este punto de *impasse* puede ser distinto al del pasado

Eurozona: tipos de interés soberanos a 10 años

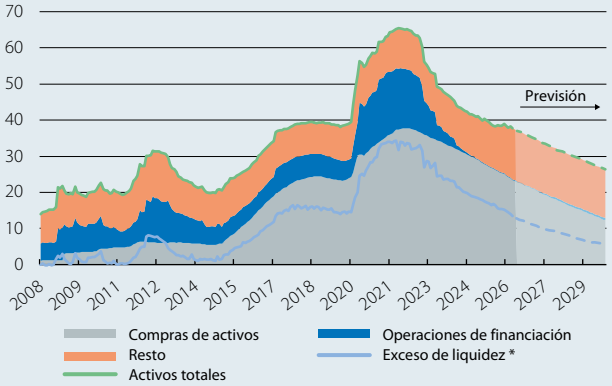
(%)



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

Balance del BCE: activos totales

(% del PIB)



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 y de proyecciones propias.*

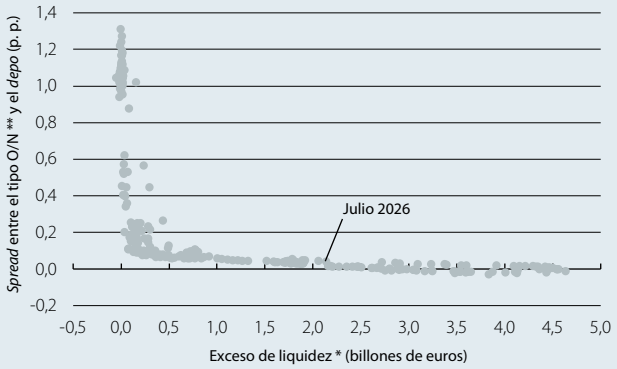
1. Es decir, el tipo de interés al que se remuneran los depósitos *overnight* que los bancos mantienen en el Eurosistema. No hay que confundir estos depósitos con las reservas mínimas exigidas que, con un coeficiente actual del 1%, reciben una remuneración del 0%.
2. Véase el Focus «Primas de riesgo y macroeconomía: una relación robusta y transversal» en el IM02/2026.
3. Los dos grandes programas de QE fueron el APP (2014-2023) y el PEPP (2020-2024), con los que el BCE compró deuda (pública y corporativa; y no directamente, sino en mercados secundarios) para atajar los riesgos de fragmentación financiera y estimular la economía cuando los tipos oficiales (en el 0% e incluso algo negativos) se quedaron sin recorrido. El BCE paró las compras netas de ambos programas en 2022, pero siguió comprando «en términos brutos» al reinvertir en nuevos activos el principal de aquellos activos adquiridos que iban venciendo. Finalmente, el BCE empezó a descargar pasivamente esta deuda poniendo fin a las reinversiones (de manera total en julio de 2023 para el APP y enero de 2025 para el PEPP).
4. La proyección del balance sigue supuestos mecánicos: APP y PEPP («compras de activos») disminuyen pasivamente con el vencimiento de activos, las MRO y LTRO («operaciones de financiación») evolucionan según la proyección mediana del Survey of Monetary Analysts del BCE de junio de 2026 y el resto del balance crece según tendencias históricas. Por su parte, el exceso de liquidez proyectado evoluciona 1-a-1 con la suma de «compras de activos» y «operaciones de financiación».

y que la escasez de liquidez aparezca en niveles que anteriormente hubieran parecido holgados: una menor tolerancia al riesgo que dificulte la redistribución de liquidez dentro del sistema bancario, endurecimiento de la regulación financiera o un deseo precautorio de mayores colchones de liquidez.[5]

Precisamente por ello, el BCE ha acompañado la vuelta a la normalidad de sus herramientas monetarias (esencialmente la reducción del balance) con una reforma de su marco operacional, para ayudar a que el drenaje de liquidez no comprometa la implementación de la política monetaria en el futuro. Como ya analizamos,[6] el BCE desea moverse del entorno actual, en el que hay una abundante liquidez inyectada originalmente por el propio banco central, a un mundo en el que sea el propio sistema financiero el que determine la liquidez que desea poseer. Para implementarlo, el BCE hará de sus operaciones de refinanciación regulares (MRO a siete días y LTRO a tres meses) la principal fuente de liquidez directa y, además, lanzará dos nuevos instrumentos para suministrar reservas: operaciones de crédito a largo plazo y una cartera estructural de activos (no serán instrumentos «de política monetaria», sino herramientas estructurales para dar estabilidad a las necesidades de liquidez del sistema financiero).

La reforma del marco operacional se anunció ya en 2024. En 2026, está previsto que el BCE repase su despliegue y valore la posibilidad de recalibrar (o no) algunos parámetros. Por el momento, la liquidez sigue siendo abundante y, por lo tanto, en estos dos años la transición ha sido muy gradual, como también lo ilustra una reactivación muy incipiente de la demanda de nueva liquidez (véase el último gráfico). Una gradualidad que cabe prever que se mantendrá a futuro.

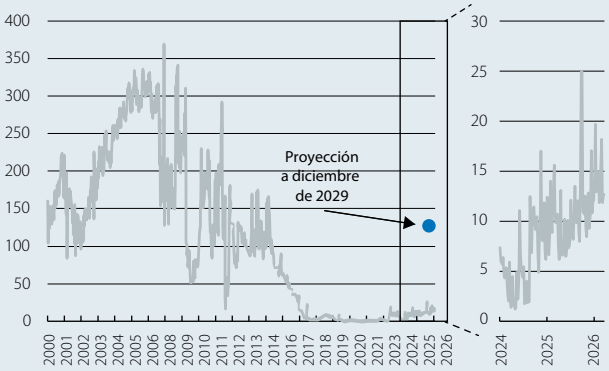
Eurozona: spreads *entre tipos de interés y exceso de liquidez*



Notas: ** Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito. ** Corresponde al Eonia entre 2000 y 2019 y al €STR más 8,5 p. b. a partir de 2020.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del BCE.*

Uso de las operaciones MRO del BCE por parte de bancos europeos

(Miles de millones de euros)



Nota: *La proyección a diciembre de 2029 corresponde a la expectativa mediana del Survey of Monetary Analysts (MRO + LTRO 3 meses).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

5. Isabel Schnabel, *Towards a new Eurosystem balance sheet*, 6 de noviembre de 2025.
6. Véase el Focus «Lo que hay detrás de los tipos de interés del BCE» en el IM09/2025.