

La reducción del balance del BCE en 2023

El balance del BCE llegó a casi el 70% del PIB de la eurozona a mediados de 2022, un incremento muy sustancial respecto al que era su tamaño habitual antes de iniciar compras de activos y préstamos a largo plazo a gran escala (por ejemplo, 20% a finales de 2014). Con estas medidas no convencionales, la eurozona ha vivido durante años en un entorno de muy bajos tipos de interés. Hasta que llegó 2022 y el BCE subió sus tipos oficiales en 250 p. b. entre julio y diciembre. En 2023, no solo tendrán continuidad estos incrementos de tipos, sino que el BCE también reducirá el tamaño del balance. ¿Cómo funcionará esta reducción y qué consecuencias puede tener sobre la deuda soberana?

Dos palancas para disminuir el balance: TLTRO-III y APP

A finales de 2022, el balance del BCE ya se había reducido cerca de un 10% por distintas devoluciones anticipadas de préstamos TLTRO-III,¹ después de que en octubre de 2022 se reajustaran sus condiciones. Las TLTRO-III seguirán cayendo en 2023, tanto por nuevas devoluciones anticipadas como, mecánicamente, por el propio vencimiento de los préstamos. A ello se le sumará la reducción de la cartera de bonos adquirida, desde el 2015, bajo el programa APP. El APP representa casi un 40% del balance del BCE² y en su mayoría (80%) consta de bonos de deuda soberana de los países de la eurozona. Aunque el BCE ya no realiza compras netas desde julio de 2022, hasta el momento el tamaño de los activos en balance se ha mantenido estable gracias a las reinversiones: cuando vence un bono en manos del banco central, este utiliza los pagos recibidos para comprar nuevos bonos y mantener constante la cartera. Sin embargo, el pasado 15 de diciembre se anunció el inicio del fin de estas reinversiones: entre marzo y junio de 2023 el BCE dejará que venzan 15.000 millones de euros (en promedio mensual) sin reinvertirlos, es decir, reducirá las reinversiones en casi un 50% (véase el primer gráfico).

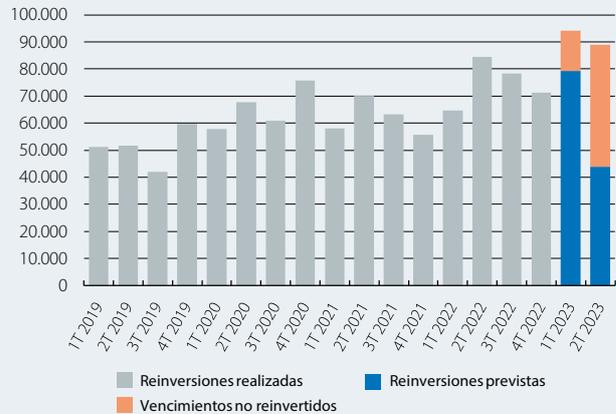
Más allá de junio de 2023, el BCE irá ajustando esta referencia de 15.000 millones y, en un contexto de endurecimiento monetario, cabe esperar que se vaya elevando el umbral hasta llevar las reinversiones a cero. Esto, sumado a nuevas devoluciones de las TLTRO-III, podría reducir el balance del BCE en un 15% a lo largo de 2023 o, en otras palabras, llevarlo hasta el 50% del PIB de la eurozona, todavía por encima de niveles prepandemia (véase el segundo gráfico).³

1. Las TLTRO son préstamos a largo plazo concedidos por el BCE al sector bancario.

2. El otro gran programa de compras, el PEPP, lanzado en pandemia, representa el 20%. En total, bajo PEPP y APP, los bonos soberanos en manos del Eurosistema se elevaban hasta los 4,2 billones de euros hacia finales de 2022.

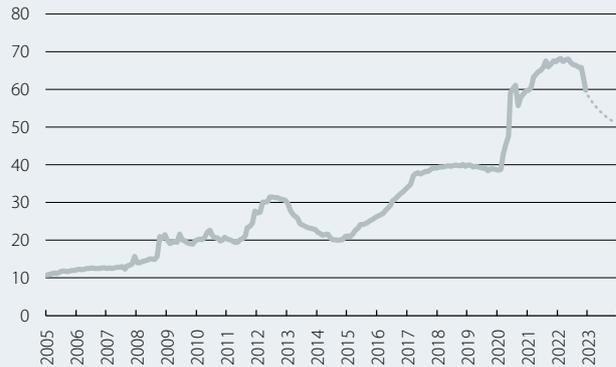
3. Esta proyección asume que el BCE reduce las reinversiones del APP hasta el 30% en el 3T 2023 y el 0% en el 4T 2023. Esto explica el 20% de la disminución proyectada del balance. En cuanto a las TLTRO-III, responsables del 80% restante, la reducción proyectada solo contempla la devolución de todos los préstamos que vencen en 2023 (que son la mayoría).

BCE: vencimientos y reinversiones del APP (Millones de euros)



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

BCE: tamaño del balance (% del PIB de la eurozona)



Nota: Para 2023, se presentan estimaciones basadas en proyecciones propias de PIB, fin de las reinversiones del APP y devoluciones de las TLTRO-III.

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

Consecuencias: necesidades de financiación y tipos de interés

La expansión del balance convirtió al BCE en un importante agente del mercado de bonos y, además, fue de la mano de menores tipos de interés. Así, su reducción en 2023 hace necesario preguntarse qué impacto puede tener sobre las necesidades de financiación de los tesoros y los tipos de interés.

A partir de la proyección anterior sobre el balance, podemos comparar las necesidades de financiación de los tesoros nacionales entre 2022 y 2023. La diferencia clave entre ambos años es que en 2022 el BCE todavía realizaba compras netas bajo los programas APP y PEPP y, por lo tanto, absorbía necesidades de financiación brutas (con las reinversiones) y netas. En cambio, en 2023 el BCE no solo no realizará compras netas, sino que al reducir las reinversiones dejará de cubrir parte de las emisiones que se realizan por motivos de amortización. Como muestra el

tercer gráfico, ante la retirada del BCE, aumentarán las emisiones que los tesoros deberán colocar a otros agentes.⁴ El impacto no es menos apreciable, pero deja cifras manejables. Por ejemplo, las necesidades netas de financiación en el mercado de España quedan en un 5% del PIB, por encima del promedio de 2015-2019 (-1,3%, con un BCE muy activo en la compra de deuda y un déficit que no era tan alto) pero por debajo de las necesidades promedio en 2008-2014 (6,9%). Además, hay que tener en cuenta que en 2023 el BCE seguirá muy presente en los mercados a través de las reinversiones del PEPP, así como el buen historial de colocación de emisiones que han mantenido los tesoros en unos últimos años que no han estado precisamente libres de volatilidad.

A su vez, el aumento en las necesidades de colocación de deuda puede generar cierta presión en los tipos de interés de mercado. Para cuantificar esta presión, utilizamos nuestro modelo de tipos de interés macro o *fair value*.⁵ La idea detrás de estos modelos es que el tipo de interés de la deuda pública depende de los fundamentos macroeconómicos del país en cuestión y del entorno global. Por ejemplo, la capacidad de pago depende del nivel de endeudamiento, las expectativas sobre el superávit o déficit público y el crecimiento futuro de la economía. Asimismo, la situación de la economía europea en su conjunto determina la política monetaria que fija el BCE, con la que influncia toda la constelación de tipos de interés. Con estos ingredientes, y a partir de las relaciones históricas entre ellos, podemos estimar el tipo de interés soberano coherente con los fundamentos macroeconómicos.^{6,7} Este «tipo macro» nos permite estudiar la sensibilidad de los tipos de interés a cambios en el escenario, como un deterioro en las perspectivas de crecimiento o, como en el caso que nos ocupa, una reducción en la deuda soberana en manos del Eurosistema. Según este ejercicio, el fin de las reinversiones del APP debería ejercer una presión contenida sobre los tipos de interés soberanos en 2023, tanto en las economías del núcleo de la eurozona como en las de la periferia.

En conjunto, pues, el análisis sugiere que en 2023 la reducción del balance del BCE acompañará, más que intensifi-

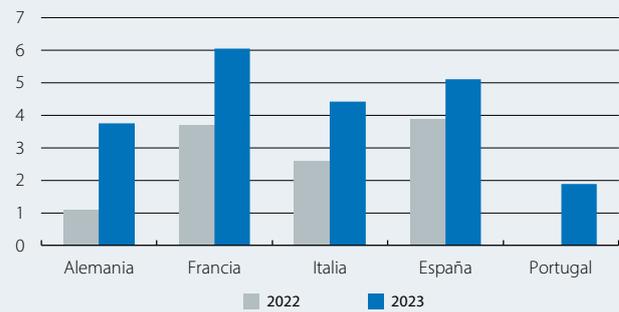
4. A diferencia de los otros países, el tensionamiento en Alemania y Francia se acentúa por aumentos del déficit público.

5. Véase el Focus «La fragilidad macroeconómica de los tipos de interés» en el IM10/2020.

6. Estimamos regresiones individuales para los tipos soberanos a 10 años de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal con las siguientes variables explicativas: expectativas del euríbor a 3 meses, del crecimiento real del PIB y de la inflación, la ratio de deuda pública sobre el PIB, un indicador de volatilidad bursátil, el tipo soberano estadounidense a 10 años, las compras de activos que el BCE acumula en su balance desde 2015 y un indicador de tensiones en la eurozona (variable binaria que es igual a 1 si una prima de riesgo soberana se tensiona significativamente).

7. El impacto estimado es parcial. Es decir, contempla el efecto directo de una reducción de los bonos en manos del BCE, pero no el efecto indirecto que esta pueda tener sobre las condiciones financieras globales o las perspectivas de PIB e inflación. Tampoco contempla efectos indirectos de las devoluciones de TLTRO-III.

Tesoros UE: emisiones de bonos netas ± BCE*
(% del PIB)

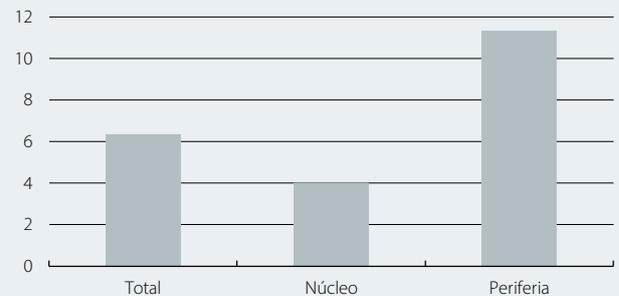


Notas: * Emisiones netas de amortizaciones. En 2022, se descuentan las compras netas del BCE (QE de PEPP + APP) y en 2023 se añaden los vencimientos de bonos en la cartera del BCE que no se reinvertirán (QT de APP). El BCE inicia la reducción de la cartera del APP en marzo de 2023 y reduce las reinversiones al 55% hasta junio (según lo anunciado), y se asume que bajan al 30% en los tres siguientes meses y luego al 0%.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y datos de los Tesoros nacionales, de Bloomberg y de AMECO.

Eurozona: impacto del QT sobre los tipos soberanos a 10 años

(p. b.)



Notas: El total corresponde al promedio ponderado de Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Países Bajos (núcleo), y España, Irlanda, Italia y Portugal (periferia). Estimaciones a partir de modelos del tipo de interés a 10 años *fair value* de cada país según indicadores de condiciones financieras globales, política monetaria convencional y no convencional del BCE, ratios de deuda pública y expectativas de crecimiento e inflación. El impacto se estima como la diferencia entre el *fair value* con QT y sin QT.

Fuente: CaixaBank Research, estimaciones propias a partir de datos de Refinitiv, del BCE, de Eurostat y del Consensus Economics.

cará, el endurecimiento de las condiciones monetarias provocado por los incrementos de tipos oficiales. Y, si bien la experiencia de otras instituciones, como la Fed de EE. UU., muestra que pueden producirse episodios de volatilidad en los mercados con la retirada de los bancos centrales,⁸ también deja claro que las autoridades monetarias tienen herramientas para restablecer el buen funcionamiento de los mercados en caso de ser necesario.

8. Véase el caso del mercado *repo* de EE. UU. en septiembre de 2019. Anbil, Sriya, Alyssa Anderson, y Zeynep Senyuz (2020). «What Happened in Money Markets in September 2019?». FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.