

Guardián de la Eurogalaxia

El BCE se prepara
para un cambio
en la liquidez



JUNIO DE 2024

Comunicación de marketing



Acerca del autor.

Pierre Boyer

Responsable de Mercado Monetario y a Corto Plazo



Pierre Boyer es responsable de fondos del mercado monetario en Candriam desde 2012, y gestor de fondos del mercado monetario desde 2008.

Comenzó su carrera en 2004 trabajando con derivados en el *middle office* de Calyon, y después empezó en Crédit Lyonnais Asset Management como gestor asistente de fondos del mercado monetario. En 2005 se incorporó a CIC - Banque Transatlantique como gestor de renta variable y renta fija.

Pierre es licenciado en Finanzas por la ESCM School of Management de Francia y tiene un posgrado en Ingeniería Financiera por la Skema Business School, también en Francia.

Índice.

Resumen 04

Introducción: La transformación y el dilema de la liquidez del BCE 06

De guardián de los precios a ancla de la zona euro 07

Medidas no convencionales para un reto sin precedentes **08**

El impacto en el balance del BCE **09**

El camino del BCE en la cuestión de la liquidez 12

Banda de fluctuaciones frente a mecanismos de límite mínimo e implicaciones en los tipos **12**

En la cuerda floja del exceso de liquidez **16**

El futuro de la gestión de la liquidez en la zona euro 18

Una mirada al futuro **19**

El ave fénix del mercado monetario levanta el vuelo **22**

Más una cuestión de volatilidad del mercado que de bandas de fluctuación o límites mínimos **25**

Conclusión: adoptar una postura flexible en un entorno cambiante 27

Resu- men.

El Banco Central Europeo (BCE) ha protagonizado una importante transformación: ha pasado de ser un observador pasivo a un guardián proactivo de la estabilidad financiera en la zona euro. A medida que el BCE normaliza su política monetaria tras un periodo de medidas no convencionales, ha surgido un reto clave: la gestión del exceso de liquidez. Este documento analiza la evolución del papel del BCE para hacer frente a este reto.

Principales hallazgos:

- **El BCE hace frente a un delicado equilibrio:** controlar la inflación al tiempo que se respalda el crecimiento económico, se mantiene la estabilidad financiera y se evitan perturbaciones en los mercados.
- **La estrategia actual** consiste en reducir gradualmente el exceso de liquidez mediante el endurecimiento cuantitativo (QT) y otros instrumentos.
- **El BCE está estudiando la posibilidad de adoptar en el futuro un enfoque más flexible y basado en la demanda** a la gestión de la liquidez, que podría incluir un sistema híbrido de bandas de fluctuación-límites mínimos.
- **Se espera que las medidas de endurecimiento hagan resurgir a los fondos del mercado monetario (FMM)** como alternativa atractiva a los depósitos bancarios.

El éxito del BCE depende de su capacidad para capear con cautela este complejo panorama. Una comunicación clara, medidas moderadas y soluciones innovadoras serán cruciales para garantizar una transición fluida y la estabilidad financiera a largo plazo en la zona euro.



Introducción: La transformación y el dilema de la liquidez del BCE.

”

El BCE está dispuesto a hacer todo lo necesario para preservar el euro.

- Mario Draghi, entonces presidente del Banco Central Europeo, en la Global Investment Conference de Londres, 26 de julio de 2012

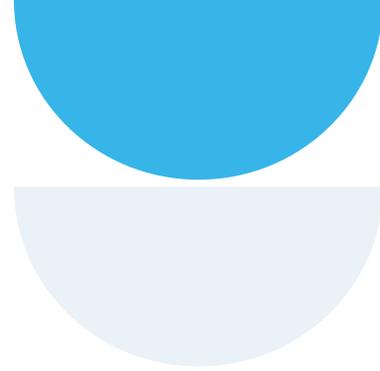
Atrás quedaron los días en que el Banco Central Europeo (BCE) se mantenía al margen, vigilando la inflación y la oferta monetaria. Tras más de 15 años de cambios, el BCE se ha erigido en un guardián incondicional de la estabilidad financiera de la zona euro. El punto de inflexión se produjo durante la crisis financiera de 2008, que puso de manifiesto los problemas que acarrea centrarse exclusivamente en la inflación. A medida que la crisis se convertía en una emergencia de liquidez y bancaria, aumentaba la presión sobre el BCE para que tomara medidas decisivas.

Bajo el liderazgo de Mario Draghi, el BCE protagonizó una drástica transformación, pasando de la pasividad al intervencionismo proactivo, armado con un formidable arsenal de herramientas para salvaguardar la zona euro. En 2012 llegó un momento decisivo. En un discurso memorable, el entonces presidente Mario Draghi declaró el compromiso inquebrantable del BCE de proteger la zona euro:

"En el marco de nuestro mandato, el BCE está dispuesto a hacer todo lo necesario para preservar el euro. Y créame, será suficiente (...) Así pues, tenemos que hacer frente a esta fragmentación financiera abordando estas cuestiones."

La crisis de la deuda pública, en la que varios Gobiernos europeos tuvieron dificultades para obtener financiación entre 2010 y 2012, obligó al BCE a prestar un apoyo amplio e ilimitado a todos los países de la zona euro que se enfrentaban a rescates. Esta medida evitó un desastre inmediato, pero infló el balance del BCE hasta niveles sin precedentes e inundó el mercado de liquidez.

Como el entorno ha evolucionado desde entonces, el BCE hace frente un nuevo reto. Ahora debe recalibrar su marco para mantener el control sobre su principal instrumento: el tipo de interés a corto plazo. El reciente despliegue de su balance y los



esfuerzos por normalizar la situación exigen nuevos ajustes del marco de política monetaria.

En este entorno cambiante, el BCE se enfrenta a decisiones críticas que ejercerán un profundo impacto en el curso de las finanzas de la zona euro. Estas decisiones tienen un peso considerable en un momento en que el BCE hace frente a los tipos de interés y el exceso de liquidez en un entorno

económico que ha evolucionado más allá de su marco original.

La cuestión que se plantea es si la presidenta Christine Lagarde mantendrá el actual "sistema de límites mínimos", volverá al "sistema de bandas de fluctuación" anterior a la crisis, o si tal vez introducirá un modelo híbrido que combine control y volatilidad.

De guardián de los precios a ancla de la zona euro.

El Banco Central Europeo ha recorrido un largo camino desde su creación en 1999. Inicialmente encargado del objetivo primordial de mantener la estabilidad de los precios, tal como establece el Tratado de Ámsterdam, la institución, dirigida ahora por una antigua directora del Fondo Monetario Internacional y exministra de Economía de Francia, se ha convertido en una piedra angular del sistema financiero de la zona euro.

Aunque el BCE ha acaparado todo el protagonismo, los Estados miembros de la zona merecen un reconocimiento por sus esfuerzos para mantener la unidad europea. No obstante, el papel del BCE

se ha tornado significativamente más proactivo en respuesta a la multiplicación de las crisis surgidas después de 2008.

Tras el mandato de Draghi, el BCE inició una era de intervención monetaria sustancial, caracterizada por numerosos ajustes de los tipos de interés, la introducción de tipos de interés negativos, inyecciones de liquidez y compras de bonos a gran escala. A lo largo de la pandemia, el BCE desempeñó un papel fundamental de apoyo a la economía de la zona euro y afrontó los retos posteriores planteados por el aumento de la inflación.

Medidas no convencionales para retos sin precedentes

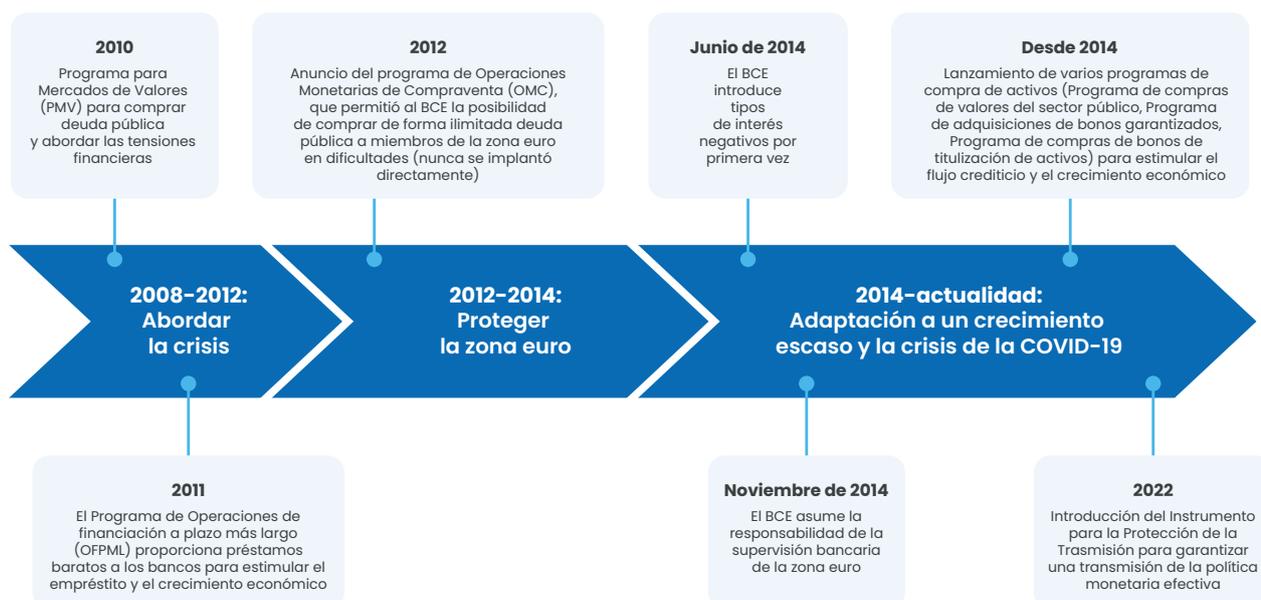
Aunque la inflación sigue siendo un objetivo básico, la crisis de 2008 puso de manifiesto vulnerabilidades en la zona euro que exigían un BCE más proactivo. Este periodo marcó el inicio de un cambio significativo, con la aplicación por parte del banco central de varias medidas no convencionales que fueron decisivas para evitar un colapso financiero y estabilizar la economía de la zona euro.

Estas ayudaron a:

- **Restablecer la confianza en el sistema financiero europeo:** al garantizar que los bancos disponían de liquidez suficiente, el BCE tranquilizó a los inversores y evitó un pánico mayor en la esfera financiera.
- **Estimular la actividad de préstamo y evitar la deflación:** el aumento de la liquidez animó a los bancos a prestar más libremente a empresas y hogares, apoyando así la actividad económica. Al aumentar la oferta monetaria y apoyar la actividad financiera, el BCE contribuyó a evitar que la inflación cayera demasiado, lo que podría haber obstaculizado aún más el crecimiento económico.

Figura 1:

Respuestas del BCE a las crisis



Fuente: BCE, Candriam, mayo de 2024

El impacto en el balance del BCE

Los diversos programas de compra de activos a gran escala aplicados por la institución ante un prolongado entorno de bajo crecimiento ampliaron significativamente el balance de la institución a lo largo de la última década.

El balance del BCE, en resumen

En vista de su papel crucial en la configuración de la dinámica del mercado y la orientación de la política monetaria, el balance del BCE se ha convertido en una herramienta clave para gestionar la complejidad financiera. Este refleja tanto el tamaño como la composición de los activos y pasivos del BCE.

A continuación se presenta un desglose simplificado del balance del BCE:

Activos

- **Operaciones principales de financiación (OPF) y operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML):** Las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo más largo proporcionan liquidez a los bancos.
- **Carteras monetarias:** Estas carteras, incluidos el Programa de compra de activos (APP) y el Programa temporal de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), inyectan liquidez en el sistema.
- **Otros activos:** Estos incluyen activos no monetarios como el oro, los créditos del FMI y las reservas de divisas, entre otros.

Pasivo

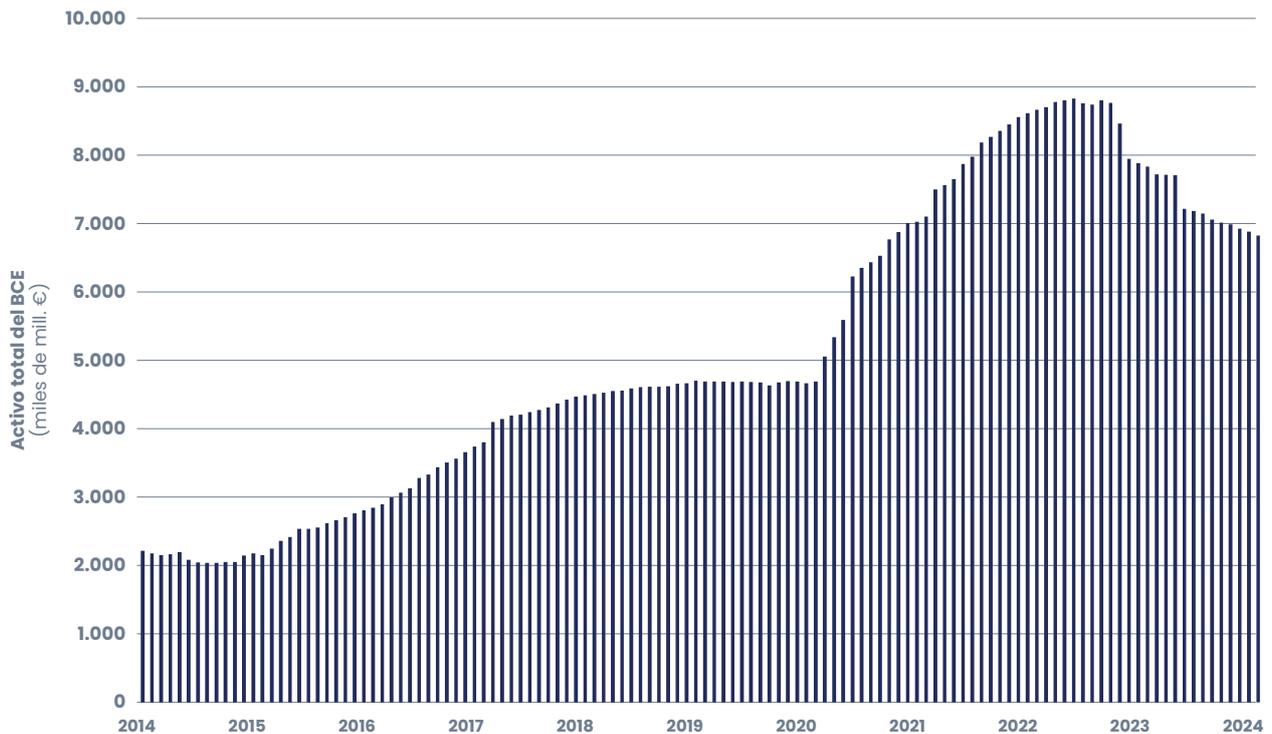
- **Depósitos bancarios:** Suma de las cuentas corrientes de los bancos y la facilidad de depósito.
- **Depósitos de Gobiernos:** Depósitos de los Gobiernos de la UE.
- **Depósitos extranjeros:** Depósitos de instituciones oficiales extranjeras.
- **Otros depósitos:** Depósitos de instituciones financieras no bancarias de la UE.
- **Billetes:** Billetes de euro en circulación. Se distribuyen entre los distintos bancos centrales nacionales y el BCE de conformidad con la clave de asignación de billetes acordada por el Consejo de Gobierno.
- **Otros pasivos:** Incluyen el capital y las cuentas de revalorización.

Ciertos elementos del balance del BCE, conocidos como "factores autónomos", escapan a su control directo. Estos factores influyen significativamente en las condiciones de liquidez, pero no son consecuencia directa de las operaciones de política monetaria del BCE ni de sus reservas. Estos factores autónomos pueden ser una fuente importante de incertidumbre a la hora de prever las futuras necesidades de liquidez del sistema bancario.

El BCE refuerza el Eurosistema

El exceso de liquidez, que se refiere al excedente de efectivo en el sistema bancario por encima de las reservas mínimas obligatorias, se ve directamente afectado por el tamaño y la composición del balance del BCE. Cuando el BCE realiza operaciones de financiación de entidades de crédito, como ha hecho en la última década, inyecta liquidez en el sistema financiero. Esta liquidez fluye por el sistema y acaba liquidándose como depósitos en el pasivo del balance del BCE. A la inversa, la reducción del tamaño de su balance, a través de medidas como la disminución gradual de las compras de activos, reduce el exceso de liquidez.

Figura 2:
Liquidez en la zona euro: un aumento de un billón de dólares



Fuente: Candriam, Bloomberg, marzo de 2024

Por las razones explicadas anteriormente, el balance del BCE se ha ampliado significativamente desde 2012, alcanzando casi 9 billones de euros, a través de compras de bonos y operaciones de préstamo. Recientemente, las medidas monetarias no convencionales del BCE se han reducido gradualmente, hasta situar su balance en 7 billones de euros. Esto se debe a la supresión gradual de los préstamos a los bancos comerciales y a la reducción de las compras de bonos como consecuencia de la calma observada en el sector bancario y del aumento de las presiones inflacionistas.



Riesgos y ventajas del exceso de liquidez

Gestionar el exceso de liquidez es una tarea clave para los bancos centrales. El exceso de liquidez puede favorecer la estabilidad financiera y, por tanto, desempeña un papel crucial en la eficacia de la política monetaria. Reduce drásticamente la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo, suavizando así la transmisión de la política monetaria al conjunto de la economía. También puede plantear riesgos, como alimentar la inflación de los precios de los activos o distorsionar el funcionamiento del mercado.

Sin embargo, una reducción de la liquidez podría limitar la capacidad de los bancos para conceder préstamos, obstaculizando así la actividad económica. A la inversa, puede provocar un aumento de la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo, lo que puede afectar negativamente a la transmisión de la política monetaria al conjunto de la economía. Por tanto, los bancos centrales deben evaluar cuidadosamente el nivel óptimo de exceso de liquidez para alcanzar sus objetivos de política económica y, al mismo tiempo, mitigar los posibles efectos secundarios.

En respuesta a la evolución de las condiciones económicas, el BCE ha reformado activamente su enfoque para hacer frente a los nuevos retos, centrándose especialmente en la expansión de su balance. El abanico de medidas aplicadas ha suscitado dudas sobre su impacto en la liquidez, lo que ha dado lugar a que los bancos mantengan un exceso de reservas por encima de los requisitos reglamentarios. Dado que este exceso de liquidez tiene importantes implicaciones tanto para los mercados financieros como para la actividad económica, los analistas siguen de cerca el impacto de estas medidas en el entorno económico general.

El camino del BCE en la cuestión de la liquidez.

El Banco Central Europeo se encuentra en un momento crucial. Tras haber dirigido con éxito la zona euro a través de la crisis financiera de 2008, la crisis de la deuda pública, la crisis de la COVID-19 y los retos económicos posteriores, ahora hace frente a un nuevo y complejo desafío: deshacer las importantes medidas de liquidez aplicadas durante estos periodos. Si bien las estrategias anteriores abordaron con habilidad los retos de su época, el entorno actual exige un planteamiento recalibrado. El BCE se enfrenta a un delicado juego de equilibrios en su intento de orquestar una transición fluida hacia una política monetaria más normalizada.

Bandas de fluctuación frente a mecanismos de límite mínimo e implicaciones para los tipos

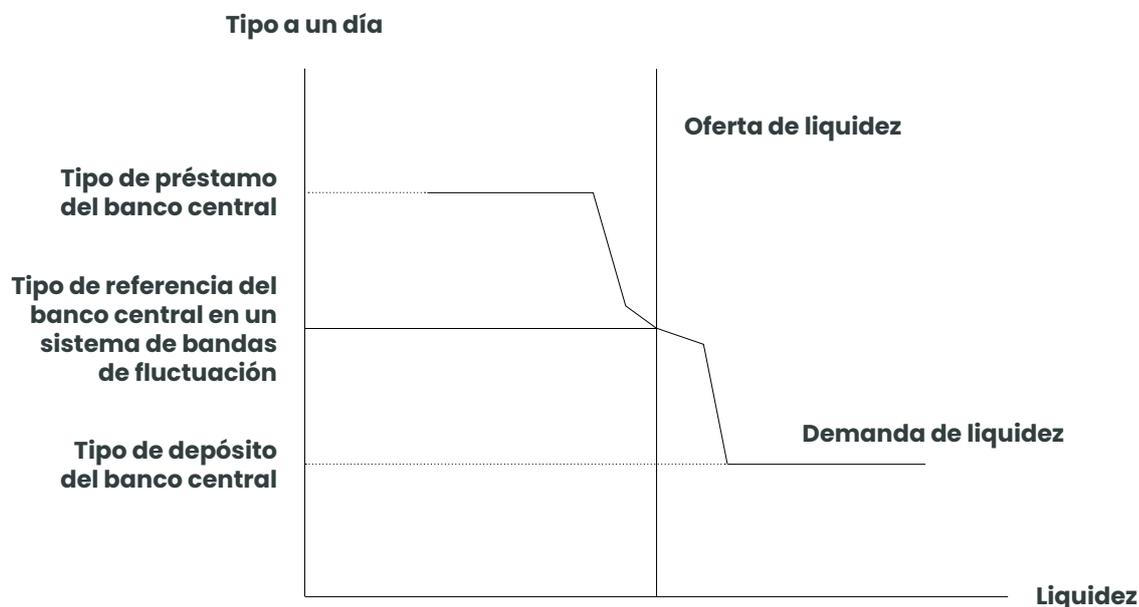
A lo largo de su historia, el BCE ha utilizado dos sistemas principales para controlar la cantidad de dinero que poseen los bancos: el sistema de bandas de fluctuación y el sistema de límites mínimos. El sistema de bandas de fluctuación anterior a 2008 proporcionaba un control preciso de los tipos de interés a corto plazo, pero tenía dificultades para evaluar con exactitud las necesidades de liquidez de los bancos. Por el contrario, el sistema de límites mínimos posterior a la crisis simplificó las operaciones, pero provocó una reducción de la actividad interbancaria y otros inconvenientes.

El sistema de bandas de fluctuación: gestionar el flujo

Antes de 2008, el BCE aplicaba un sistema de "bandas de fluctuación" en la política monetaria que proporcionaba a los bancos reservas a medida para mantener los tipos de interés interbancarios a corto plazo dentro de una horquilla determinada. El objetivo de este planteamiento era garantizar que los bancos intercambiaran liquidez principalmente en el mercado interbancario en lugar de pedir prestado a la facilidad marginal de crédito del BCE¹ o depositar efectivo en la facilidad de depósito.

En la práctica, este sistema implicaba que los tipos interbancarios se movieran entre el tipo de depósito (el límite inferior) y el tipo de la facilidad marginal de crédito (el límite superior), ajustando el BCE la liquidez proporcionada a través de las operaciones de refinanciación para dirigir los tipos hacia el centro de la banda (T1 en la figura 4).

Figura 3:
El sistema de bandas de fluctuación



Demanda y oferta de liquidez en un sistema de bandas de fluctuación con exigencias de reservas durante un periodo de mantenimiento.

Fuente: Candriam, marzo de 2024

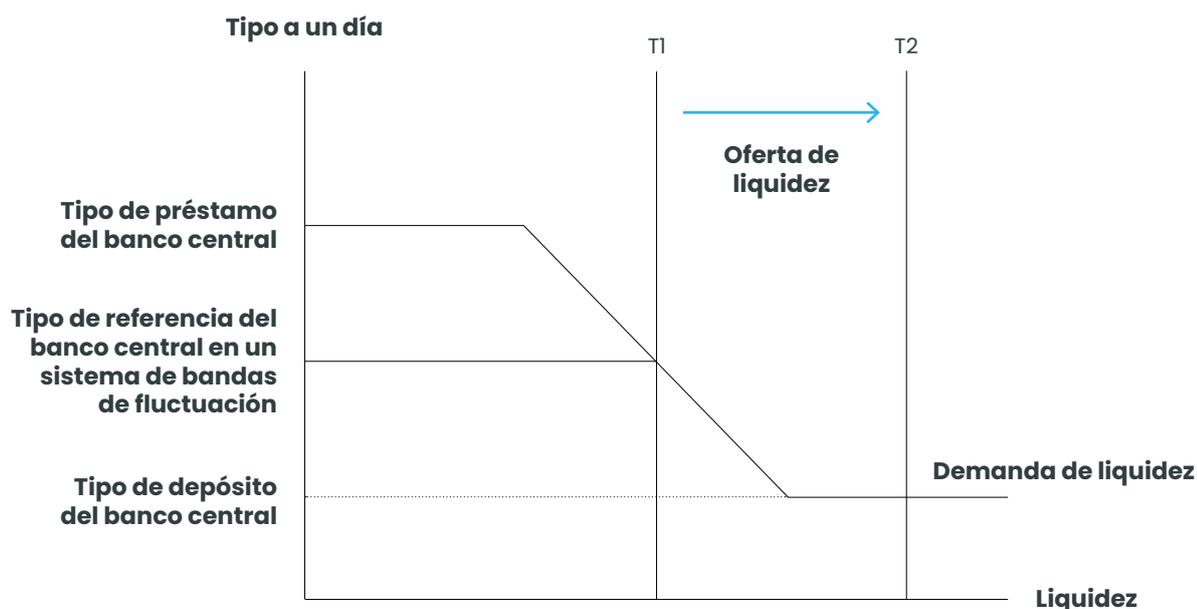
¹ - El tipo de interés de la facilidad marginal de crédito es el tipo de interés que pagan los bancos cuando piden prestado al BCE a un día. Cuando lo hacen, tienen que aportar una garantía, por ejemplo valores, para garantizar que se devolverá el dinero.

Sin embargo, este sistema planteaba retos, en particular a la hora de calibrar con precisión las necesidades de liquidez de los bancos. Una sobreestimación podría perturbar los tipos de interés a corto plazo, mientras que una subestimación podría provocar escasez de liquidez, especialmente en determinados momentos. Además, el recurso frecuente a la facilidad marginal de crédito podría implicar debilidad financiera, lo que podría dañar la reputación de un banco y desalentar su uso, reduciendo así su eficacia.

El sistema de límites mínimos: una avalancha de efectivo

Desde 2014, el Banco Central Europeo, al igual que la Reserva Federal (Fed), ha mantenido su papel de bombero financiero, pero las llamas ya se han apagado. Se trata de inyectar liquidez en el sistema financiero mediante la compra de bonos y las operaciones regulares de préstamo bancario (operaciones de refinanciación). En la actualidad, los bancos están repletos de reservas, lo que ancla los tipos de interés a corto plazo cerca del tipo de depósito del BCE (T2 en el gráfico 4), el tipo al que los bancos pueden depositar el exceso de efectivo.

Figura 4:
El sistema de límites mínimos



Demanda y oferta de liquidez del sistema de bandas de fluctuación al sistema de límites mínimos.

Fuente: Candriam, marzo de 2024

El sistema de límites mínimos parece racionalizado y sencillo, pues el BCE ya no necesita afinar meticulosamente las necesidades exactas de liquidez de los bancos. Sin embargo, esta solución aparentemente sencilla enmascara efectos secundarios subyacentes:

- **Reducción de la actividad interbancaria:** Menor predisposición al riesgo debido a la reducción de los préstamos interbancarios.
- **Escasez de activos:** Las compras de bonos del BCE han reducido la disponibilidad de activos de alta calidad.
- **Altos costes de financiación:** Mantener un exceso de liquidez a tipos de interés positivos resulta caro para el BCE.
- **Prima a plazo comprimida:** El exceso de liquidez amortigua las primas de riesgo, aplanando la curva de rendimientos. Si bien la reducción del diferencial de tipos de interés entre los países europeos fue el objetivo inicial del BCE, los efectos negativos aparecieron más tarde, al dejar de percibirse el riesgo asociado a los países y a los emisores de deuda.

Figura 5:

Las principales diferencias entre ambos mecanismos

Elemento	Sistema de bandas de fluctuación	Sistema de límites mínimos
Actividad interbancaria	Importante incentivo para intercambiar reservas en el balance entre sí, reduciendo la dependencia del sistema financiero de la liquidez del banco central	Menos incentivos para la actividad interbancaria
Prima de riesgo	Riesgo totalmente descontado, transparente en los instrumentos	La curva de rendimientos se aplanó y el componente de prima a plazo de los rendimientos de los bonos se comprimió en toda la estructura de plazos. Los diferenciales de los <i>swaps</i> de activos y las garantías disponibles se vieron afectados por la retirada de estímulos del BCE
Coste financiero	Costes muy limitados para el BCE	El actual entorno de tipos de interés positivos, junto con el importante exceso de liquidez del BCE y un balance inflado, están haciendo que la situación sea extremadamente costosa para el banco central ²

2 - Esto se debe a la diferencia entre el tipo al que el BCE remunera sus reservas y lo que gana con sus activos; ahora es extremadamente costoso para el BCE en el entorno actual.

En la cuerda floja del exceso de liquidez

En respuesta al nuevo contexto económico caracterizado por las presiones inflacionistas, el BCE se enfrenta a una tarea ardua y polifacética: absorber el considerable exceso de liquidez del sistema financiero de la zona euro sin provocar inadvertidamente consecuencias no deseadas.

Un delicado equilibrio

Esta situación exige un delicado equilibrio entre varias consideraciones cruciales:

- **Inflación frente a Crecimiento:**

- **Domar la inflación:** el exceso de liquidez puede alimentar las presiones inflacionistas al distorsionar los precios. El BCE debe reducir gradualmente la liquidez para evitar que la inflación se des controle.
- **Apuntalar el crecimiento económico:** reducir la liquidez con demasiada rapidez podría frenar la actividad económica y bancaria al encarecer el crédito para las empresas y los hogares. El BCE debe velar por que el ritmo de la retirada sea moderado para no obstaculizar el crecimiento.

- **Estabilidad financiera frente a perturbaciones en el mercado:**

- **Mantener la estabilidad financiera:** una retirada repentina o agresiva de liquidez podría desencadenar inestabilidad financiera al crear una restricción de liquidez en el sistema bancario. El BCE debe garantizar que el proceso de retirada minimice los riesgos para los bancos y otras instituciones financieras.
- **Evitar las perturbaciones del mercado:** los cambios rápidos en las condiciones de liquidez pueden provocar volatilidad en los mercados y correcciones en los precios de los activos. El BCE debe gestionar el proceso con cautela para minimizar las perturbaciones en los mercados financieros.

- **Transparencia y comunicación:**

- **Comunicación clara:** el BCE debe comunicar eficazmente a los participantes en el mercado sus planes y estrategias para gestionar el exceso de liquidez. Esto ayuda a gestionar las expectativas y a evitar una volatilidad innecesaria del mercado.

- **Mantener la credibilidad:** la institución tiene que demostrar su compromiso con la consecución de su objetivo en materia de inflación y la estabilidad de precios. Esto refuerza su credibilidad y contribuye a anclar las expectativas de inflación y a limitar la volatilidad de los activos en la zona euro.



Los instrumentos con los que cuenta actualmente el BCE

Además de los tipos de interés oficiales, las medidas no convencionales han pasado a ser cruciales para la ejecución de la política monetaria durante la crisis. La retirada de algunas de ellas será esencial para gestionar el proceso de retirada, entre otras:

- **Reducción del tamaño de la cartera de activos del BCE (endurecimiento cuantitativo, QT):** esto implica permitir gradualmente que los activos que vencen salgan del balance sin reinvertir los reembolsos del principal. Este proceso disminuye directamente la cantidad de liquidez del sistema.
- **Tipos y procedimiento de adjudicación para inyecciones de liquidez:** La liquidez podría verse reducida por los tipos fijos o variables aplicados a las operaciones de refinanciación a una semana y a tres meses y por la adjudicación parcial.
- **Reservas necesarias:** el BCE puede aumentar gradualmente las exigencias de reservas mínimas, obligando a los bancos a incrementar la cantidad de efectivo que mantienen en cuentas del BCE. Esto puede ayudar a absorber el exceso de liquidez.
- **Depósitos de Gobiernos:** un cambio en el límite de la remuneración de los depósitos de Gobiernos podría retirar liquidez del sistema bancario (unos 150.000 millones de euros).

En última instancia, el éxito del equilibrio del BCE depende de la cuidadosa calibración de sus acciones. El ritmo y el alcance de la reducción de la liquidez, así como el instrumento, deben adaptarse a la evolución del entorno económico y a la dinámica del mercado. Ello requiere un análisis exhaustivo y la voluntad de adaptar el planteamiento a la evolución de las circunstancias.

El futuro de la gestión de la liquidez en la zona euro.

Con el fortalecimiento de las condiciones económicas y la inflación de nuevo en el 2 %, no hay ninguna razón de peso para que el BCE siga manteniendo un marco de exceso de liquidez y un límite mínimo.

Figura 6:

Un futuro económico más brillante

	2022	2023	2024	2025
PIB	3,4	0,5	0,4	1,0
Inflación	8,4	5,4	2,4	2,0
Tipo de depósito del BCE	2,0	4,0	3,25	2,5
tipo a 10 años	2,6	2,0	2,5	2,4

Fuente: Candriam, Bloomberg, BCE, marzo de 2024

Para normalizar su enfoque, la institución ha puesto en marcha medidas de endurecimiento cuantitativo, reduciendo gradualmente su balance mediante la disminución progresiva de las compras de bonos y dejando que los bonos que vencen lo hagan de forma natural. Este cambio significativo del estímulo monetario sin precedentes a una normalización prudente tiene por objeto contener la inflación y el aumento de los precios de los activos, apuntalando al mismo tiempo la estabilidad financiera y el crecimiento económico. El BCE debe gestionar estas medidas con cautela para garantizar una transición fluida sin perturbar los mercados ni la economía en su conjunto.

Una mirada al futuro

La trayectoria futura de la gestión del exceso de liquidez en la zona euro es incierta. Con tres posibles escenarios emergentes, cada uno con diferentes implicaciones para las instituciones financieras, la estabilidad del mercado y el ritmo general de normalización, la innovación será clave para que el BCE gestione el exceso de liquidez que ha generado.

Cartera monetaria y supuestos

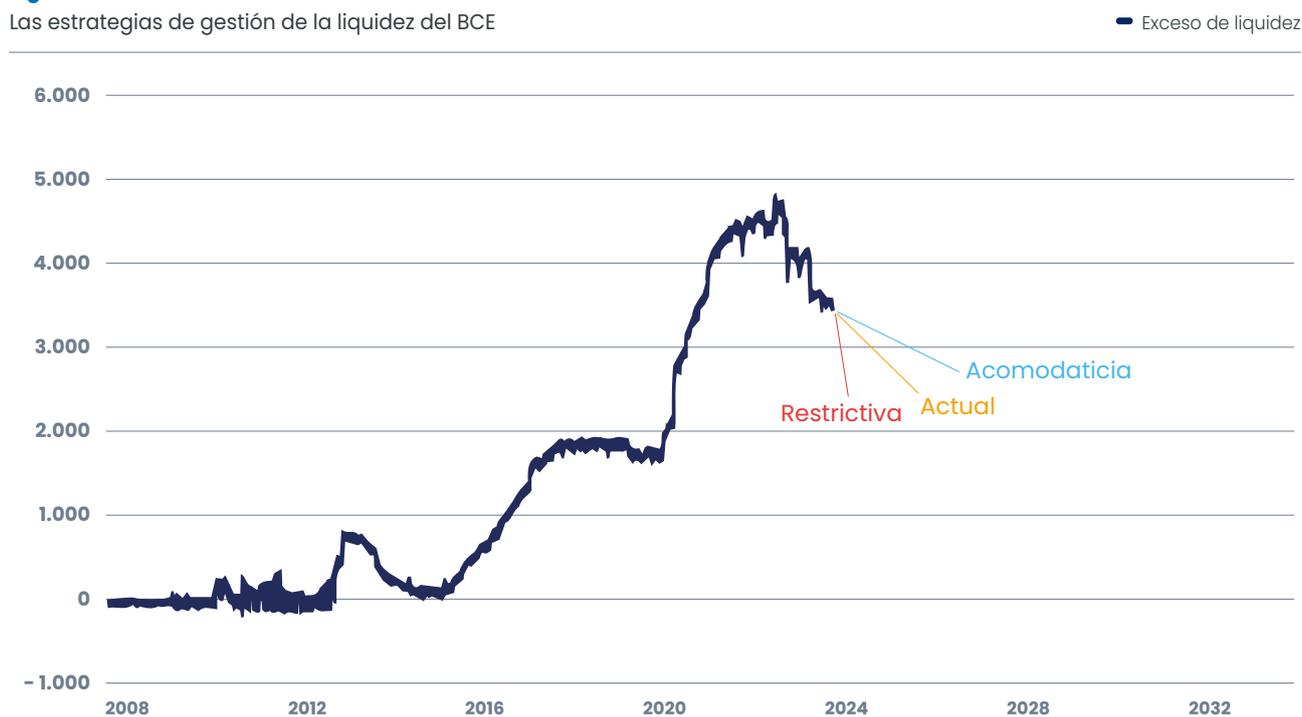
Según Isabel Schnabel, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, el exceso de liquidez en la zona euro debería reducirse en otros 1,4 billones de euros, hasta situarse en torno a los 2,1 billones de euros a finales de 2025. ¿Cómo es posible?

Requiere que la institución cambie de postura, un reto que se desarrolla en tres escenarios diferentes:

- **Mantener el flujo:** En este escenario acomodaticio, el BCE sigue reinvertiendo en su cartera los reembolsos de los activos que vencen. De este modo, se mantiene el actual nivel de liquidez, minimizando las perturbaciones, pero prolongando potencialmente el proceso de retirada y obstaculizando los esfuerzos para luchar contra la inflación.
- **Una reducción moderada:** El BCE aplica una reducción gradual de la liquidez ralentizando la reinversión de los activos que vencen. Este enfoque equilibrado pretende controlar la inflación al tiempo que minimiza la volatilidad de los mercados. El ritmo de la reducción se calibraría cuidadosamente en función de los datos económicos y las condiciones del mercado.
- **Una reducción rápida:** Este escenario de línea restrictiva implica un enfoque más agresivo, con el BCE reduciendo rápidamente la liquidez mediante una reducción significativa de las reinversiones o incluso la venta directa de activos. Aunque puede responder rápidamente a las preocupaciones sobre la inflación, también conlleva un mayor riesgo de turbulencias en los mercados e inestabilidad financiera, pudiendo desencadenar una crisis de liquidez para los bancos.

Figura 7:

Las estrategias de gestión de la liquidez del BCE



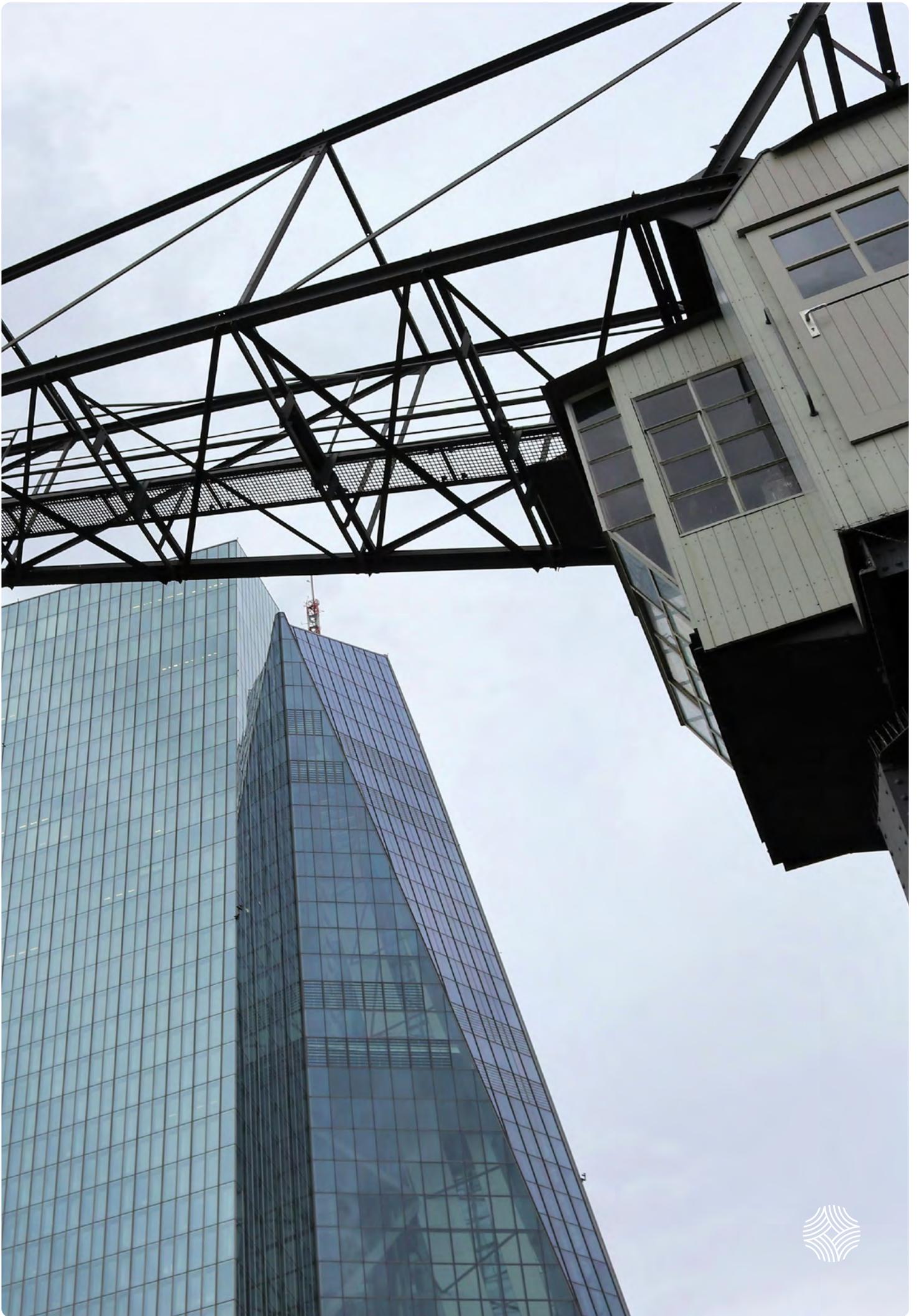
Fuente: Candriam, Bloomberg, marzo de 2024

Sobre la base de una trayectoria de reducción gradual, se prevé que el exceso de liquidez de la zona euro se sitúe en torno a los 3 billones de euros a finales de 2024, superando las previsiones de Isabel Schnabel. Para finales de 2025, se espera que siga disminuyendo hasta situarse en torno a los 2,4 billones de euros. Se prevé que este elevado nivel de exceso de liquidez persistirá al menos hasta 2028, manteniéndose ligeramente por encima del billón de euros.

Orientaciones futuras: innovar para resistir

En consecuencia, el BCE ha fijado el año 2026 como fecha límite para proporcionar información más detallada sobre sus dos programas innovadores adicionales, cuyo objetivo es facilitar una transición fluida durante el prolongado periodo de mejora de la liquidez: una cartera estructural de valores y operaciones estructurales de crédito a más largo plazo.

- **Cartera estructural de valores:** el BCE ofreció pocos detalles sobre su nueva cartera, subrayando que no alterará la política monetaria. Se dará prioridad a los bonos del Estado a corto plazo para evitar distorsiones en los diferenciales de crédito y las primas a plazo. La asignación de la clave de capital se mantendrá sin cambios para garantizar la neutralidad del mercado. Dado que esta cartera pretende diversificar los instrumentos



de liquidez y optimizar la asignación de recursos permitiendo inyecciones selectivas y una gama más amplia de valores aptos, podría abordar necesidades específicas de liquidez en el sistema financiero, fomentando al mismo tiempo la estabilidad.

- **Operaciones estructurales de crédito a más largo plazo:** el BCE ha aplazado la introducción de nuevas OFPML que podrían tener en cuenta las consideraciones relativas al cambio climático. Todavía se están debatiendo detalles como los métodos de asignación, los tipos de interés, los vencimientos y los requisitos de garantía. Estas OFPML, una vez introducidas, podrían proporcionar a los bancos acceso regular a financiación a más largo plazo (más de 3 meses), beneficiando potencialmente a los bancos con menor calificación. El BCE pretende diseñar estas OFPML de forma que promuevan la estabilidad financiera y respalden la actividad económica.

El ave fénix del mercado monetario levanta el vuelo

Dado que las condiciones económicas han mejorado y las presiones inflacionistas siguen presentes, el BCE está revisando su política monetaria expansiva, un cambio que podría tener importantes implicaciones para los mercados monetarios.

Percepciones sobre los tipos de interés del mercado monetario

Tras los recientes anuncios del BCE, podrían producirse varios cambios importantes en los mercados monetarios:

- **Futuro incierto para los tipos a un día:** La introducción del €STR³, un tipo de interés de referencia para los bancos de la zona euro, ha creado ambigüedad en la dinámica de los tipos a un día, tradicionalmente medidos por el Eonia⁴. Diversas normativas aplicadas desde 2014 (sistema de liquidez bancaria) pueden complicar aún más la evolución de los costes de endeudamiento a un día, lo que generará incertidumbre en un futuro próximo. Además, el BCE ha decidido no conceder a las entidades

3 - El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) es un tipo de interés de referencia a un día que refleja los costes de endeudamiento de los bancos de la zona euro, calculado y publicado por el Banco Central Europeo.

4 - El Euro Overnight Index Average (Eonia) es el tipo medio de referencia a un día al que los bancos europeos se prestan entre sí en euros.

no bancarias acceso directo a la facilidad de depósito en esta fase, mitigando así el impacto inmediato sobre el €STR.

- **Reducir el exceso de liquidez:** Se espera que las medidas restrictivas del BCE reduzcan gradualmente el exceso de liquidez en el sistema financiero de la zona euro. Esta reducción puede dar lugar a una disociación entre el €STR y el tipo de interés de los depósitos, lo que podría ampliar la base €STR/BOR⁵ y aumentar los costes de los préstamos a corto plazo para los bancos y otras entidades. Podría ser necesaria una reducción sustancial del exceso de liquidez, estimada en unos 500.000-750.000 millones de euros, para observar un impacto significativo en los tipos de interés a corto plazo.
- **Resurgimiento del mercado interbancario:** Al reducirse el acceso a los fondos baratos del BCE, los bancos podrían depender cada vez más de los préstamos interbancarios para obtener liquidez. Esto podría dar lugar a una reactivación de los préstamos interbancarios, lo que con el tiempo podría impulsar la emisión de papel comercial de los bancos y afectar a los tipos de interés a corto plazo, como el Euríbor⁶. El alcance de este resurgimiento dependerá de la envergadura de la retirada de liquidez y de las condiciones del mercado.

El BCE pretende gestionar esta transición reduciendo el diferencial entre su tipo de interés principal y el tipo de depósito. Este ajuste tiene por objeto controlar la volatilidad potencial de los tipos a un día y mantener los costes de financiación a corto plazo dentro de límites manejables.

¿Un posible resurgimiento de los fondos del mercado monetario?

A medida que el Banco Central Europeo estrecha el cerco sobre la oferta monetaria, se está produciendo un cambio que podría hacer resurgir un viejo favorito: los fondos del mercado monetario (FMM). Se espera que estos fondos recuperen protagonismo como canal clave para la transmisión de liquidez dentro del sistema financiero europeo.

5 - Es el diferencial entre el tipo de interés O/N del euro y el tipo interbancario a 3 meses. Es un buen indicador de la salud del sector financiero, ya que mide la prima de riesgo exigida por un banco para prestar liquidez a otro banco.

6 - El Euro Interbank Offered Rate (Euríbor) sirve como tipo básico para los préstamos interbancarios en la Unión Europea y también se utiliza como referencia para fijar los tipos de interés de diversos préstamos.



Figura 8:

Los fondos del mercado monetario europeo registran entradas récord



Fuente: EFAMA-Money Market Funds, ventas netas de OICVM, miles de millones de euros, flujo anual, última observación en diciembre de 2023.

Los FMM pueden convertirse en una opción atractiva para los inversores que buscan tanto seguridad como rentabilidad potencial. En las actuales condiciones de mercado, mantener efectivo en FMM puede resultar ventajoso, sobre todo porque la curva de rendimientos puede hacer que el efectivo sea más rentable que los depósitos bancarios tradicionales. Además, los FMM ofrecen ventajas de diversificación al invertir en diferentes activos a corto plazo y de alta calidad para repartir el riesgo y mitigar las fluctuaciones del mercado. Esto permite a los inversores gestionar la volatilidad al tiempo que generan rentas a partir de sus posiciones de efectivo.

En tiempos de incertidumbre económica, capear los mercados financieros puede resultar desalentador. Los FMM ofrecen una solución más sencilla al agrupar los fondos de los inversores y emplear una gestión profesional, lo que permite a los particulares participar en el mercado monetario sin grandes conocimientos financieros.

Más una cuestión de volatilidad del mercado que de bandas de fluctuación o límites mínimos

A medida que se hacen cada vez más evidentes las limitaciones de los sistemas tradicionales de bandas de fluctuación y límites mínimos, la institución con sede en Fráncfort reconoce la necesidad de un enfoque más adaptable para la gestión de la liquidez en la zona euro. Sin embargo, el BCE quiere mantener las opciones sobre la mesa para conservar la máxima flexibilidad sin dar demasiada información a los inversores, y mantener así el control sobre la volatilidad del mercado al menos hasta 2026.

En este contexto, el BCE podría elegir entre dos sistemas de gestión de la liquidez: un sistema de límites mínimos basado en la demanda o un enfoque híbrido.

Un sistema de límites mínimos dinámico basado en la demanda

Con este planteamiento, el BCE pasaría a una estrategia más basada en la demanda, en el marco de un sistema en el que los bancos pueden pedir dinero prestado al BCE cuando lo necesiten. Este planteamiento permitiría a los bancos solicitar liquidez en función de las necesidades mediante operaciones repo, es decir, los acuerdos por los que los bancos piden dinero prestado al BCE a cambio de garantías, como ha hecho el Banco de Inglaterra.

A diferencia del modelo tradicional, este método pretende mejorar la capacidad del BCE para responder con prontitud a las fluctuaciones de la demanda de liquidez. Al alinear estrechamente la provisión de liquidez con las necesidades del

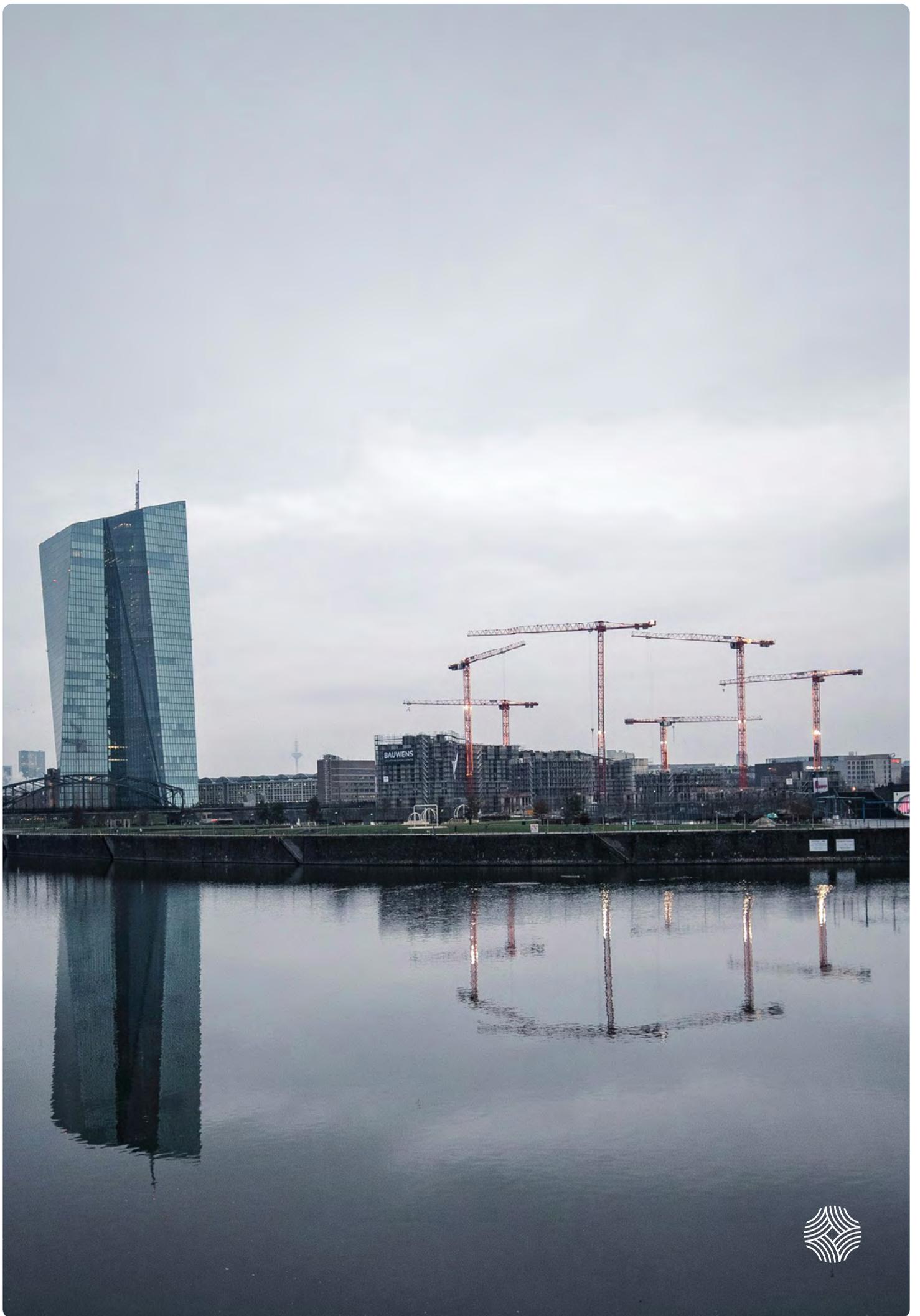
mercado, promueve la eficiencia, una distribución equitativa de la liquidez entre las instituciones financieras y la estabilidad general del mercado.

El enfoque híbrido

Este modelo combina elementos de los sistemas de bandas de fluctuación y de límites mínimos, logrando un equilibrio entre precisión y flexibilidad en la gestión de la liquidez. Al mantener un nivel de exceso de reservas que permite una volatilidad muy reducida de los tipos de interés a corto plazo, incorporando al mismo tiempo aspectos de la precisión del sistema de bandas de fluctuación, el BCE pretende optimizar la eficacia de sus operaciones de política monetaria.

Esta estrategia permite dar una respuesta matizada a las cambiantes condiciones del mercado, al tiempo que mitiga posibles inconvenientes como el exceso de liquidez o la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo, reforzando así la resiliencia y la eficacia de su marco de gestión de la liquidez.

Independientemente del sistema futuro, el BCE se encuentra en una coyuntura crucial, ante el complejo reto de transitar de una política monetaria no convencional a una postura más normalizada. La capacidad del BCE para hacer frente con eficacia al exceso de liquidez, preservar la estabilidad financiera y promover un crecimiento económico sostenible en la zona del euro será fundamental. Capear este entorno exigirá una planificación cuidadosa, un pensamiento innovador y un profundo conocimiento de la dinámica cambiante del mercado.



Conclusión: ¿adoptar una postura flexible en un entorno cambiante?

Mientras los miembros de la zona euro se han esforzado por lograr la unidad europea, el Banco Central Europeo ha protagonizado una importante transformación, y ha pasado de ser un observador pasivo a un guardián activo de la estabilidad financiera en la zona euro. Esta evolución pone de manifiesto su compromiso no solo con el control de la inflación y la corrección de las perturbaciones del mercado, sino también con el fomento del crecimiento sostenible. Sin embargo, capear el complejo panorama actual exige un delicado equilibrio.

El BCE debe responder con decisión a cuestiones acuciantes como la inflación, conservando al mismo tiempo la flexibilidad necesaria para adaptarse a circunstancias imprevistas. El retraso deliberado en el anuncio de los detalles de los nuevos instrumentos de su política hasta 2026 refleja este enfoque y la madurez de la institución en materia de comunicación. Este movimiento estratégico permite al BCE minimizar las perturbaciones del mercado y optimizar su capacidad para responder con eficacia a la evolución de la dinámica económica.

Adoptando un enfoque comedido con una divulgación gradual de la información, el BCE puede garantizar una transición fluida a su nuevo marco de política. Esto fomenta la estabilidad del mercado

al dar a los inversores la oportunidad de ajustar sus estrategias, reduciendo así el riesgo de posibles perturbaciones.

Además, el mayor control de la oferta monetaria por parte del BCE abre las puertas al resurgimiento de los fondos del mercado monetario como pieza clave del sistema financiero europeo. Estos fondos ofrecen una alternativa atractiva a los depósitos bancarios tradicionales, sobre todo a la luz de una curva de rendimientos potencialmente más rentable. Al gestionar profesionalmente un conjunto de activos a corto plazo de alta calidad, los fondos del mercado monetario pueden ayudar a los inversores a abordar la volatilidad del mercado y generar rentas a partir de sus posiciones de efectivo incluso en tiempos de incertidumbre económica.

A pesar de las incertidumbres que nos aguardan, la inquebrantable determinación del BCE de preservar la estabilidad financiera inspira confianza en las perspectivas a largo plazo de la zona euro. Mientras la institución con sede en Fráncfort sigue evolucionando y adaptándose, su férreo objetivo de fomentar una economía sana en la zona euro sigue siendo una piedra angular de la estabilidad en un panorama mundial cada vez más incierto.



**145.000
mill. de €**

**en activos gestionados
Diciembre de 2023***



+600

**expertos
a su servicio**



+25 años

**liderando el camino
en inversión sostenible**

Este documento se facilita únicamente con fines informativos y educativos y puede contener la opinión e información propia de Candriam, no constituye una oferta de compra o venta de instrumentos financieros, ni representa una recomendación de inversión ni confirma ningún tipo de transacción, salvo acuerdo expreso. Aunque Candriam selecciona cuidadosamente los datos y las fuentes que figuran en este documento, no pueden excluirse a priori errores u omisiones. Candriam no se hace responsable de las pérdidas directas o indirectas derivadas de la utilización de este documento. Los derechos de propiedad intelectual de Candriam deben ser respetados en todo momento, el contenido de este documento no puede ser reproducido sin autorización previa por escrito.

*A partir del 31/12/2022, Candriam cambió la metodología de cálculo de los Activos Bajo Gestión (AUM), y los AUM ahora incluyen ciertos activos, como AUM no discretionales, selección de fondos externos, servicios de superposición, incluidos los servicios de selección ESG, servicios [de consultoría de asesoramiento], servicios de marca blanca y servicios de entrega de carteras modelo que no califican como Activos Bajo Gestión Regulatorios, tal como se definen en el Formulario ADV de la SEC. Los activos gestionados se expresan en USD. Los activos gestionados no denominados en USD se convierten al tipo de cambio al contado a 31/12/2023.



CANDRIAM. INVERTIR PARA EL MAÑANA.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY