

Balanços: la normalització no tan visible de la política monetària

El 2025 hauria de ser l'any de la distensió de la política monetària, amb el BCE i la Fed duent els tipus d'interès cap a nivells neutrals (al voltant del 2% i del 3%, respectivament).¹ Aquestes baixades de tipus aniran acompanyades d'una altra normalització menys visible: la reducció d'uns balanços que han crescut de forma exponencial en els 15 últims anys.

Què està passant?

Els balanços del BCE i de la Fed van tocar sostre cap a la meitat del 2022 i van assolir gairebé el 65% i el 35% dels respectius PIB. Quan van arribar a aquests màxims, la crisi inflacionista va fer que els dos bancs centrals finalitzessin les compres d'actius amb què havien estimulat l'economia i comencessin a reduir els seus balanços. Aquesta reducció ha agafat velocitat, i estimem que, al final del 2024, els balanços del BCE i de la Fed hauran disminuït el 30% i el 20%, respectivament.

A les dues bandes de l'Atlàntic, la contracció dels balanços s'ha vehiculat amb una estratègia passiva que consisteix a no renovar els actius que vencen (però sense vendre actius abans del seu venciment).² Fins al moment, els mercats l'han digerit bé, sense disfuncions ni turbulències i sense comprometre la distensió monetària iniciada amb les últimes baixades de tipus. En el cas del BCE, la reducció va començar amb la finalització de les TLTRO-III, unes injeccions de liquiditat al sistema bancari ofertes entre el 2019 i el 2021 i que van anar venent entre el 2021 i el 2024.³ El 2023, el procés es va accelerar amb el final de les reinversions de l'APP, el primer gran programa de compres d'actius llançat el 2015 i la cartera del qual va arribar gairebé als

1. Vegeu l'article «Política monetària 2025: l'hora de la distensió», al Dossier d'aquest mateix Informe Mensual.

2. Ihrig, J., Mize, L. i Weinbach, G. C. (2017), «How does the Fed Adjust its Securities Holdings and Who is Affected?», Finance and Economics Discussion Series, 2017-099, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, expliquen de forma detallada l'operativa. En el cas de la Fed, quan li venç un bo del Tresor de 100 \$, al balanç de la Fed els actius disminueixen en 100 \$ (en concret, es redueix la partida «tinences d'actius de la Reserva Federal»). La Fed no rep llavors un ingrés de 100 \$ en efectiu, sinó que, a la part dels passius, la Fed veu disminuït en 100 \$ el saldo del compte del Tresor dels EUA (el Tresor posseeix un compte a la Fed, on pot depositar recursos per gestionar transaccions relacionades amb els impostos, amb l'emissió i els pagaments dels bons sobirans, etc.). Si la Fed volgués que aquest venciment de 100 \$ no afectés la dimensió del seu balanç, podria reinvertir aquests 100 \$ en la compra d'un nou bo, que tornaria a incrementar en 100 \$ tant les tinences d'actius (pel costat de l'actiu) com el saldo del compte del Tresor (pel costat del passiu).

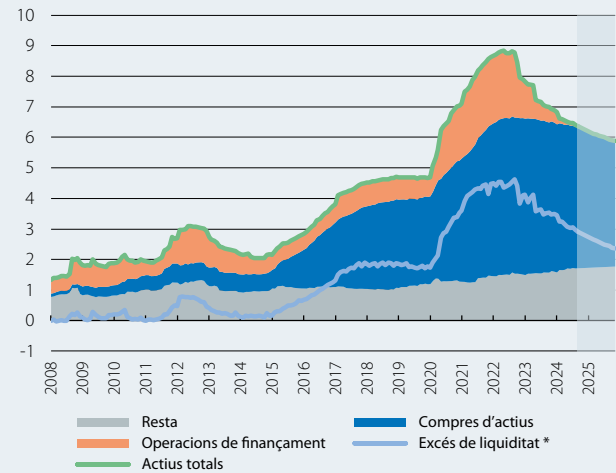
3. Les TLTRO-III van arribar a més de 2 bilions d'euros. L'última que queda, amb tot just 29.000 milions, venç al desembre del 2024.

4. Inicialment, quan un bo en cartera vencia, el BCE destinava el 100% del principal ingressat a noves compres i mantenia estable la dimensió de la cartera de bons. Entre el març i el juny del 2023, el BCE va reinvertir només 15.000 milions d'euros mensuals (vs. els venciments mitjans de 32.640 milions) i, des del juliol del 2023, no ha reinvertit res dels 376.800 milions vençuts.

5. El BCE va mantenir el 100% de les reinversions fins al juny del 2024. Al juliol, va començar a deixar vèncer sense reinvertir uns 7.500 milions d'euros mensuals i aturarà totes les reinversions al final del 2024.

BCE: actius totals en balanç

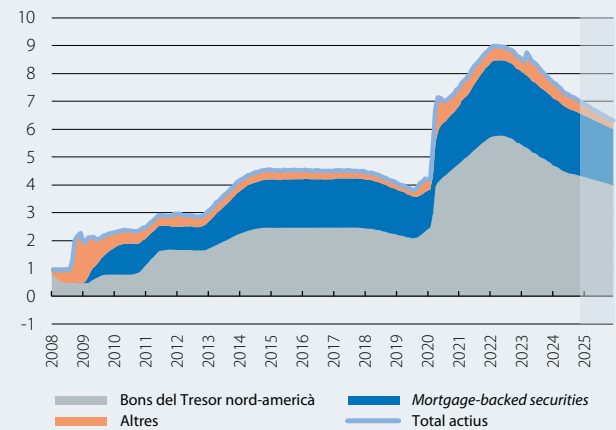
(Bilions d'euros)



Nota: * Dipòsits a la facilitat de dipòsits menys l'ús de la facilitat marginal de crèdit.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de previsions pròpies.

Fed: actius totals en balanç

(Bilions de dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed i de previsions pròpies.

3,5 bilions d'euros: la seva reducció va començar amb reinversions parcials al març del 2023 i segueix, des del juliol del 2023, de manera passiva amb zero reinversions.⁴ Finalment, la reducció del balanç va assolir la seva velocitat de creuer amb el final de les reinversions del PEPP el 2024, el programa de compres associat a la pandèmia i que va arribar a sumar 1,7 bilions d'euros.⁵ Amb les TLTRO-III ja acabades i l'APP i el PEPP disminuint de manera passiva, el balanç del BCE es continuarà reduint el 2025, quan estimem que es podria situar al voltant del 40% del PIB.

En el cas de la Fed, la reducció va començar al juny del 2022, quan va deixar de reinvertir els bons del Tresor i els mortgage-backed securities (MBS, valors recolzats per hipoteques) que vencen cada mes, amb un màxim inicial de no-reinversions de 47.500 milions de dòlars mensuals

(30.000 en bons del Tresor i 17.500 en MBS). La reducció es va accelerar al setembre del 2022 a un màxim de 95.000 milions mensuals (60.000 en bons i 35.000 en MBS),⁶ per, finalment, al juny del 2024, baixar el ritme fins als 60.000 milions (25.000 en bons i 35.000 en MBS). Aquest procés ha permès a la Fed reduir les tinences de bons del Tresor en 1,4 bilions i d'MBS en 0,4 bilions, fins als 4,4 i els 2,3 bilions de dòlars, respectivament. De cara al 2025, preveiem que la Fed mantindrà un ritme semblant,⁷ de manera que, al final de l'any vinent, el balanç se situarà al voltant del 25% del PIB.

Quins desafiaments hi ha?

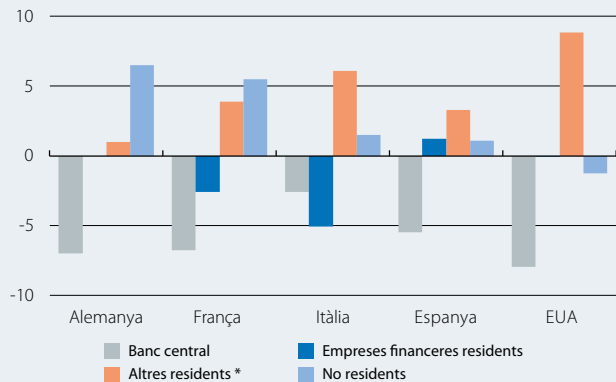
Les reduccions de balanç que preveiem seran graduals, i els actius totals en mans de la Fed i del BCE continuaran clarament per damunt dels registres pre pandèmia. Tanmateix, això no significa que no hi hagi desafiaments.

Un dels interrogants és la relació entre la dimensió del balanç dels bancs centrals i l'abundància i la distribució de la liquiditat en el sistema financer. A Europa, la reducció del balanç del BCE ens deixarà encara amb un ampli excés de liquiditat.⁸ A més a més, anticipant-se a la reducció de la liquiditat que, tot i que no el 2025 però sí més endavant, s'anirà fent progressivament visible, el propi BCE ha revisat el marc operacional per evitar que la disminució de la liquiditat generi problemes en el futur.⁹

En canvi, als EUA, la situació és més incerta. L'objectiu de la Fed és un sistema de reserves «àmplies», no tan abundants com en el passat, però suficients perquè el sistema financer pugui operar sense restriccions de liquiditat i perquè el tipus *fed funds* no sigui materialment sensible a canvis del dia a dia en el total de reserves. Aquest nivell d'equilibri és difícil d'estimar. D'una banda, les reserves han disminuït fins al 14% del PIB (en relació amb un màxim del 20% el 2021), i, des de la Fed, s'ha suggerit que unes reserves del 10%-11%¹⁰ serien un bon punt d'arribada, de manera que encara quedaria camí per recórrer en la reducció del balanç. Així ho suggereix, també, un indicador de la Fed de Nova York,¹¹ que estima la sensibilitat del

Tenidors de deute del Govern general

Variació de la quota (sobre el total de deute) entre el 2T 2022 i el 2T 2024 (p. p.)



Nota: * Inclou les llars, les empreses no financeres i les Administracions públiques.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de les agències del Tresor d'Alemanya, de França, d'Espanya, dels EUA, de la Banca d'Itàlia i del BCE.

fed funds als canvis en les reserves i que encara situa aquesta sensibilitat en gairebé zero. De l'altra, però, han aparegut friccions als mercats monetaris, com el repunt del SOFR,¹² en un sol dia de setembre, de més de 20 p. b., la qual cosa suggereix que, potser, la liquiditat és menys abundant del que podria semblar.

Finalment, la retirada de les compres d'actius dels bancs centrals elimina un important comprador de bons als mercats secundaris. En els dos últims anys, la caiguda de les tinences de deute del BCE i de la Fed ha estat significativa, però, alhora, ha quedat ben suplerta per la demanda d'inversors privats. Aquesta bona dinàmica hauria de continuar el 2025, malgrat que, com ho mostra la comparativa amb les emissions de deute previstes, les compres que deixaran de fer la Fed i el BCE són significatives (vegeu l'últim gràfic).

En definitiva, el 2025, la reducció progressiva dels tipus d'interès de referència de la Fed i del BCE (que provocaria una distensió monetària) hauria de coexistir amb la disminució suau de la dimensió dels seus balanços i de l'excés de liquiditat. La reducció dels balanços ajuda a reduir la petjada dels dos bancs centrals als mercats financers¹³ i mitiga l'exposició de la Fed i del BCE als riscos de crèdit i de durada. Així mateix, malgrat que els augments de balanç eren una mesura d'estímul, la reducció el 2025 i en els propers anys no hauria de ser una restricció monetària que interfereixi amb les baixades de tipus i que llasti l'economia. En primer lloc, la reducció de balanç al llarg del 2022, del 2023 i del 2024 s'ha digerit bé, i, en aquests anys, els mercats financers han pres els tipus de referència de la

6. A la pràctica, la reducció dels MBS va ser menor, amb venciments de 17.000 milions mensuals.

7. Mitjana de 25.000 milions en *treasuries* i de 17.000 milions en MBS.

8. Traslladant la reducció d'APP i de PEPP a l'excés de liquiditat, aquest excés acabaria el 2025 en els 2,4 bilions d'euros. Històricament, no ha estat fins a xifres inferiors als 350.000 milions que han aparegut senyals de baixa liquiditat (per exemple, el tipus interbancari a 1 dia allunyant-se del tipus de la facilitat de dipòsits).

9. Vegeu el Focus «El BCE, a revisió», a l'IM12/2023. Al març del 2024, el BCE va oficialitzar un sistema de liquiditat a demanda que compatibilitza una liquiditat abundant i ben distribuïda amb una menor petjada del banc central als mercats.

10. Waller, C. (2024), «A Conversation with Federal Reserve Governor Christopher Waller», The Brookings Institute.

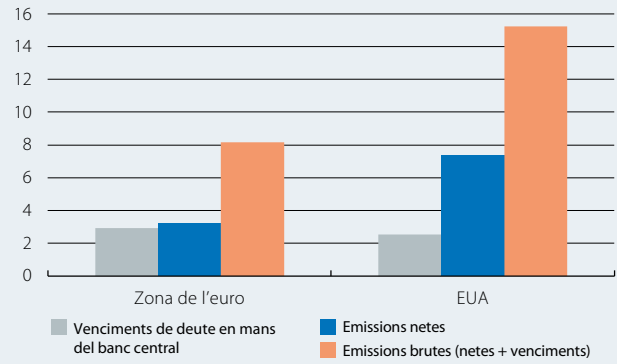
11. Vegeu Afonso, G., Giannone, D., La Spada, G. i Williams, J. C. (2022, revisat el 2024), «Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve», Staff Report núm. 1.019, Reserva Federal del Banc de Nova York.

12. És el tipus d'interès al qual els bancs i les altres institucions financeres es financen *overnight* i, per tant, mesura fins a quin són restrictives les condicions monetàries.

13. Això també ajuda a alleujar els problemes d'escassetat de col·lateral, millora el funcionament de mercats com els *repo* i reaviva els mercats de finançament.

Fed i del BCE (i no els seus balanços) com l'eina conductora de la política monetària. I, en segon lloc, hi ha diferents raons per les quals la reducció i l'augment del balanç no tenen efectes simètrics: (i) els augments de balanç es produeixen en temps turbulents i de disrupció en el funcionament dels mercats, mentre que la reducció es realitza en un escenari econòmic més sòlid; (ii) els increments de balanç serveixen perquè, en aquests moments turbulents, el banc central senyalitzi el seu compromís amb una política monetària acomodaticia durant un bon temps, mentre que, en la fase de disminució del balanç, la Fed i el BCE han desvinculat l'evolució del balanç de la dels tipus, i (iii) els augments de balanç són ràpids i agressius, però la seva reducció és lenta i gradual, com ho mostren les projeccions presentades en aquest article.

Bons sobirans: venciments i emissions el 2025
(% de PIB)



Notes: Les emissions netes s'aproximen amb la previsió de dèficit públic de l'FMI per al 2025. Les emissions per renovar venciments s'aproximen a partir de l'estoc total de deute i de la seva vida mitjana.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, octubre del 2024), del BCE, de l'Agència del Tresor dels EUA i de la Fed.