
EL PAÍS

ECONOMÍA

OPINIÓN

Efectos de los tipos negativos del BCE

GUILLERMO DE LA DEHESA | 15 JUN 2014 - 00:00 CET

El sistema operacional del Banco Central Europeo (BCE) para aplicar su política monetaria, a través de sus bancos nacionales (NCB), a todos los bancos (MFI) del área euro está basado:

Primero, en sus dos llamadas "facilidades": la de depósito (DF), en la que acepta depósitos diarios (overnight) de los bancos a los que paga un tipo de interés preanunciado, y la marginal de préstamo (MLF), en la que acepta dar préstamos diarios (overnight) a los bancos por cantidades ilimitadas contra una lista de colaterales, a la que carga un tipo marginal.

Estas dos facilidades, dada la existencia de un arbitraje entre ambas, permiten que el tipo del mercado interbancario diario overnight (EONIA) esté confinado a un "corredor" de tipos de interés determinado por ambas facilidades, siempre, por supuesto, que existan colaterales elegibles suficientes.

Segundo, en que el BCE obliga a los bancos a mantener reservas mínimas (MR) en el BCE equivalentes a una cierta proporción de sus pasivos exigibles (fundamentalmente depósitos). Estas reservas están remuneradas al mismo tipo de interés que la liquidez que el BCE suministra al mercado y, además, tienen que mantenerse, en promedio, durante un periodo determinado (RMP), normalmente un mes, pudiendo utilizarlas si tienen problemas de liquidez.

Tercero, además, la mayor parte de la financiación del BCE a los bancos (MFI) la suministra a tipo fijo a través de sus dos operaciones básicas de mercado abierto (OMO) en forma de repos o de préstamos con colateral: las operaciones principales de refinanciación (MRO), que son semanales y a plazo de una semana, y las operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO), que son mensuales y a plazo de tres meses.

El pasado 5 de junio, ante el bajo nivel de inflación al consumo armonizada (HICP) y el elevado valor del euro en dólares, el BCE decidió reducir el tipo fijo del MRO a 0,15% lo que, a través del "corredor" del tipo de interés, ha puesto en negativo (-0,10%) la DF y los excedentes medios de reservas sobre sus mínimos requeridos (MRR). Además, ha reducido el tipo de interés del MLF en 35 puntos básicos y ha introducido una inyección de 400.000 millones de euros a través de un LTRO "dirigido" (TLTRO), similar al Target for Lending (TFL) de Reino Unido, para poder comprar créditos titulizados (ABS) al sector privado.

En principio, la DF negativa supone un impuesto a los bancos, pero la enorme inyección de liquidez del TLTRO la compensa. Además, los tipos negativos de la DF pueden no afectar al consumo y a la inversión, ya que, en cada Estado miembro, las decisiones de consumir e invertir están siempre determinadas por los tipos reales de interés, es decir, deducida su inflación. Esto significa que, dependiendo siempre de sus respectivas expectativas de inflación, tipos de interés nominales negativos podrían ser compatibles con tipos reales de interés positivos, y tipos de interés nominales positivos podrían ser compatibles con tipos de interés reales negativos.

Además, lo realmente importante para los bancos no es el nivel del tipo negativo de la DF, sino el margen (spread) entre el coste de la liquidez que suministra el BCE a través de sus operaciones de refinanciación (MRO) y el tipo de interés al que el BCE remunera o no el exceso de liquidez que se deposita en la DF. Es decir, el "coste de oportunidad" de mantener un exceso de liquidez, que es la diferencia entre prestarlo al mercado al tipo de mercado EONIA y dejarlo en depósito al tipo negativo de la DF.

El BCE ha alejado el fantasma de la deflación, ha animado la actividad y ha devaluado el euro

Tipos de interés negativos pueden tener efectos macroeconómicos diferentes ya que los bancos (MFI) pueden hacer un arbitraje contra los tipos negativos de la DF manteniendo su liquidez en efectivo (billetes) para evitar sufrir una rentabilidad negativa. Esto significaría que la DF negativa podría llegar a ser inefectiva, lo que resultaría en tipos del mercado interbancario (EONIA) cercanos a cero.

Unos tipos de interés nominales cero están basados en dos supuestos: que el coste de mantenerse en billetes sea muy pequeño y que el BCE suministre dichos billetes de acuerdo con su demanda, sin restricción alguna, lo que es lógico ya que, de no hacerlo, perdería su credibilidad ante el mercado.

En última instancia, el impacto de un tipo negativo en la DF depende de las condiciones de liquidez en el mercado. Hoy, la gran mayoría de los bancos ha repagado buena parte de los préstamos tomados a largo plazo (LTRO), haciendo que su stock de liquidez haya caído y las condiciones de liquidez sean más normales. Esto ha hecho que el EONIA haya subido (con anterioridad a las medidas anunciadas el 5 de junio) acercándose más al tipo principal de refinanciación (MRO) que al de la DF.

Cuando la liquidez es holgada, el tipo del mercado EONIA suele situarse 5 o 10 puntos básicos por encima de la facilidad de depósito DF, pero ahora, al ser esta negativa, el EONIA podría llegar a ser cero o negativo siempre que los márgenes o spreads se mantengan estables.

Un EONIA negativo podría resultar complicado. Primero, porque sería la primera vez que ocurre y la infraestructura operacional del mercado podría no estar preparada. Segundo, porque el arbitraje a través de billetes hará que, en lugar de prestar el exceso de liquidez a tipos nominales negativos, los volúmenes del EONIA sean más reducidos. Tercero, porque algunos intermediarios del mercado de dinero saldrían perdiendo, aumentando así la inestabilidad del sistema.

Ahora bien, dicha decisión puede no ser contraproducente si las condiciones de liquidez están equilibradas. En este caso, la bajada de 15 puntos básicos en la DF dejaría los tipos del EONIA positivos pero cercanos a cero, aunque aumentaría su volatilidad.

Sin embargo, conviene tener en cuenta, asimismo, la fragmentación de los mercados financieros dentro del área euro. Por un lado, al poner en tipo negativo la DF, tendría efectos diferentes entre los Estados miembros del área euro, dado que la mayor parte del exceso de liquidez del área euro se encuentra en el norte mientras que la mayor parte de la demanda de liquidez se encuentra en el sur.

Asimismo, podría ocurrir, siempre que el BCE esté preparado a suministrar liquidez a un coste inferior al de almacenar billetes, que el tipo principal de refinanciación (MRO) llegara a ser negativo ya que el coste de almacenar billetes por los bancos es mínimo, dando lugar a un arbitraje entre ambos tipos, naturalmente, siempre que los bancos puedan movilizar todo el colateral exigible por el BCE en sus MRO.

Este arbitraje permitiría a los bancos hacer grandes beneficios a costa del BCE y, en última instancia, a costa de sus accionistas, es decir, los Gobiernos de los Estados miembros del área euro, lo que haría muy poco probable esta opción.

Estos ejemplos nos muestran que la distinción entre políticas monetarias y fiscales es crecientemente menor conforme los tipos de interés básicos llegan a cero.

Este 5 de junio, el BCE ha sido contundente. Primero, ha introducido un tipo negativo de la DF que ayuda a reducir los tipos de interés a corto plazo y así anclar el EONIA cerca de cero, dando un impulso a la actividad y al crecimiento de la demanda interna en todo el área euro y descartando el fantasma de la deflación. Segundo, ha ayudado a que caiga a 1,35 el valor del euro en dólares, ayudando a la actividad exportadora y aumentando la demanda externa. Tercero ha lanzado un bazuca (el TLTRO) que mejorará el crédito a las pymes.

Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research, CEPR.

© EDICIONES EL PAÍS S.L.