

# BCE: posibles modificaciones en la facilidad de depósito e impactos potenciales

Fernando Rojas, Federica Troiano y Rui da Mota Guedes\*

**En las últimas semanas se ha acentuado el debate sobre los efectos distorsionadores que puede estar ejerciendo el nivel negativo de la tasa de la facilidad de depósito de Banco Central Europeo (BCE) en su actual configuración, ya que penaliza a la totalidad del exceso de reservas mantenido por las entidades bancarias en la eurozona, afectando a la actividad de intermediación y a la propia estabilidad financiera. Por estas razones, se ha reactivado la posibilidad de sustituir el actual sistema por otro organizado en tramos, que pudiera reducir algunos de los efectos adversos señalados. En este artículo se analiza la tasa de la facilidad de depósito, se cuantifica el impacto directo del tipo negativo sobre los márgenes del sector bancario, y se realiza una evaluación del impacto indirecto sobre el conjunto de la curva monetaria (eonia y, sobre todo, euríbor), que sirve como referencia para las operaciones de crédito y depósito de la clientela.**

## Impacto directo de la facilidad de depósito negativa

El Banco Central Europeo (BCE) ha reiterado en numerosas ocasiones (veáse, por ejemplo, Altavilla *et al.*, 2019) que los tipos de interés negativos son una potente herramienta de política monetaria, ya que suponen un refuerzo a la orientación futura (la denominada *forward guidance*) sobre los tipos de interés, aceleran el rebalanceo de carteras asociado al programa de compras de activos (*Asset Purchase Program*, o *APP*) y apoyan

la efectividad de las operaciones de inyección de liquidez a largo plazo o TLTRO. Con la introducción de tipos de referencia negativos hemos visto una bajada generalizada de los tipos de interés de mercado (como el euríbor), lo que beneficia al sector no financiero de la economía (empresas, familias, gobiernos) ya que reduce el coste de capital de la economía y sirve de incentivo al consumo y la inversión.

Sin embargo, la autoridad monetaria ha declarado también que existe un reverso nocivo del uso

\* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

de los tipos negativos, pues su permanencia por un período de tiempo muy largo podría derivar en efectos adversos acumulados sobre la actividad de intermediación (eminentemente afecta a las entidades bancarias) y la estabilidad financiera (véase Guindos, 2019).

El hundimiento de las expectativas de evolución futura de los tipos de intervención del BCE, producto de la fuerte desaceleración del ciclo experimentada desde el verano de 2018 y de la consolidación de unas expectativas de inflación sistemáticamente por debajo del objetivo del BCE, ha sido el detonante de un creciente debate acerca de la idoneidad de seguir en esta dirección, con tipos negativos que gravan a la banca europea como si fuesen un impuesto<sup>1</sup>.

Frente al actual sistema, que trata a todas las reservas por igual, un sistema de tramos (conocido como *tiering system*) en la facilidad de depósito (FD), como en Japón, Dinamarca, Suecia o

Suiza, implicaría que, hasta un montante determinado de liquidez depositada en el banco central (por ejemplo, un múltiplo de las reservas obligatorias) el coste fuera cero y que, por encima de determinados volúmenes (o siguiendo el ejemplo anterior, múltiplos de las reservas obligatorias), se seguiría aplicando un tipo negativo.

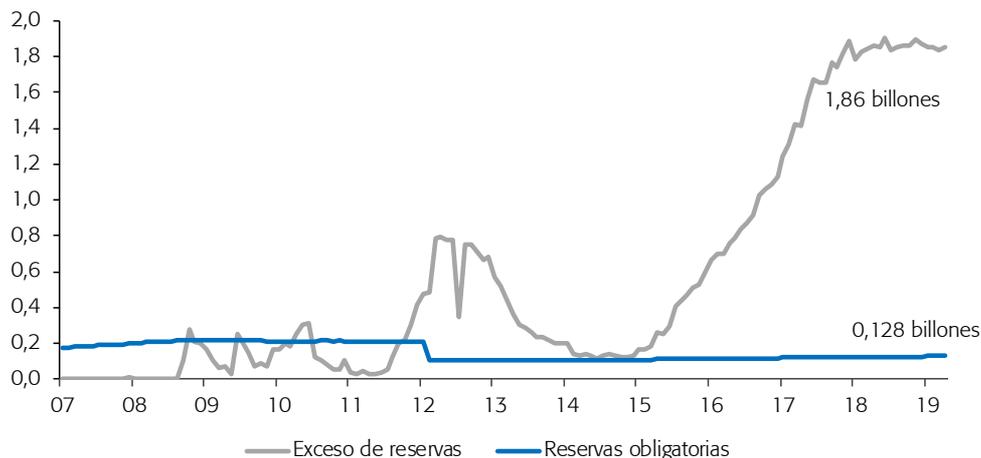
*El sistema bancario de la eurozona mantiene, en abril de 2019, un exceso de reservas en el BCE de 1,86 billones de euros, lo que supone actualmente un coste de más de 7.500 millones de euros anuales al nivel actual de la facilidad de depósito (-0,40%).*

Esto permitiría que los bancos redujeran, en gran medida, el coste de depositar la liquidez en el BCE, mejorando en parte su rentabilidad por esta vía, que sigue muy deprimida como analizaremos más adelante.

Gráfico 1

### Reservas obligatorias y exceso de reservas\* en el BCE

(Billones de euros)



Nota: \* Exceso de reservas en la cuenta corriente más facilidad de depósito.

Fuente: Macrobond y Afi.

<sup>1</sup> La discusión se ha intensificado tras declaraciones de Mario Draghi de que el BCE estaría estudiando posibles medidas para mitigar los efectos adversos que el tipo de interés negativo tiene en la rentabilidad de los bancos, ya que estos se podrían ver afectados en su capacidad crediticia o niveles de capital (ver: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190327~2b454e4326.en.html>).

Cuadro 1

**Reservas obligatorias y exceso de reservas\* en el BCE (abril, 2019)**

(Millones de euros)

	<i>Eurozona</i>	<i>España</i>	<i>Alemania</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>
Reservas	1.998.629	120.006	687.497	483.798	93.351
Exceso	1.870.188	109.470	641.326	460.927	85.941
Penalización (%)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Coste	7.481	438	2.565	1.844	344
% sobre margen de intermediación*	2,43	0,64	3,63	2,72	1,18
% sobre beneficio antes de impuestos*	6,95	1,91	16,41	5,88	3,30

Nota: \* Datos disponibles a diciembre de 2018.

Fuente: Banco Central Europeo y Afi.

A efectos de cuantificar el impacto de la actual política de remuneración/penalización de las reservas, cabe resaltar que el conjunto del sistema en la eurozona mantiene en abril de 2019 un exceso de reservas de 1,86 billones de euros (suma del exceso de reservas en la cuenta corriente más la facilidad de depósito) (gráfico 1), lo que supone actualmente un coste para la banca europea de más de 7.500 millones de euros anuales, al nivel actual de la FD (-0,40%).

Ese impacto varía sustancialmente entre los sistemas bancarios de los diferentes países, como ilustra el cuadro 1. Como se puede observar, los excesos de reservas sobre las obligatorias oscilan entre los 86.000 millones de euros de Italia y más de 641.000 millones de euros de la banca alemana.

En el caso de la banca española, el actual nivel de exceso de reservas (casi 110.000 millones de euros) estaría generando un coste explícito de unos 440 millones de euros, lo que supone un menor impacto relativo que en la media de la eurozona, tanto en términos relativos al margen de intereses (0,64% frente a la 2,43%) como a beneficios antes de impuestos (1,91% frente a 6,95%).

Haciendo una estimación, nos planteamos dos escenarios de remuneración de las reservas de los bancos por parte del BCE: reservas obligatorias al tipo medio de las Operaciones Principales de Financiación OPF (como ahora), entre el 70% y 95% del exceso de reservas al 0% (o al tipo de las OPF, que en este entorno

*En el caso de la banca española, el actual nivel de exceso de reservas estaría generando un coste explícito de unos 440 millones de euros, lo que supone un menor impacto relativo que en la media de la eurozona, tanto en términos relativos al margen de intereses (0,64% frente a 2,43%), como a beneficios antes de impuestos (1,91% frente a 6,95%).*

es lo mismo) y el resto a la FD. El cuadro 2 recoge los cálculos de cómo cambiaría el coste para los bancos y, como resultado, se observa que dejarían de pagar 7.480 millones de euros anuales al BCE para pagar entre 2.240 millones y solo 370 millones de euros, según los dos diferentes escenarios (respectivamente, 70% y 95%).

## Cuadro 2

**Escenarios de remuneración de reservas y resultado para el sector bancario**

(Miles de millones de euros)

<i>Escenario actual</i>				
	OPF		0%	
	FD		-0,40%	
	Reservas obligatorias		Exceso de reservas	
	Total	Total	Exento	No exento
	128,4	1.870,2	0,0	1.870,2
Resultado	0		0	-7,48
<i>Escenario Afi (95%)</i>				
	OPF		0%	
	FD		-0,40%	
	Reservas obligatorias		Exceso de reservas	
	Total	Total	Exento	No exento
	128,4	1.870,2	1.776,7	93,5
Resultado	0		0	-0,37
<i>Escenario Afi (70%)</i>				
	OPF		0%	
	FD		-0,40%	
	Reservas obligatorias		Exceso de reservas	
	Total	Total	Exento	No exento
	128,4	1.870,2	1.309,1	561,1
Resultado	0		0	-2,24

Fuente: Banco Central Europeo y Afi.

Notamos que, aunque el escenario de remunerar 95% del exceso de reservas al 0% parezca extremo, esto es lo que actualmente hace el Banco de Japón<sup>2</sup>.

## Impacto indirecto de la facilidad de depósito negativa

El impacto directo, en todo caso, es solo una parte del problema que representa el tipo negativo de la facilidad de depósito sobre los bancos. Existe otro impacto, potencialmente mucho mayor, y es el derivado del anclaje que dicho tipo negativo ejerce sobre la curva monetaria, que sirve como

referencia para las operaciones de crédito y depósito con la clientela.

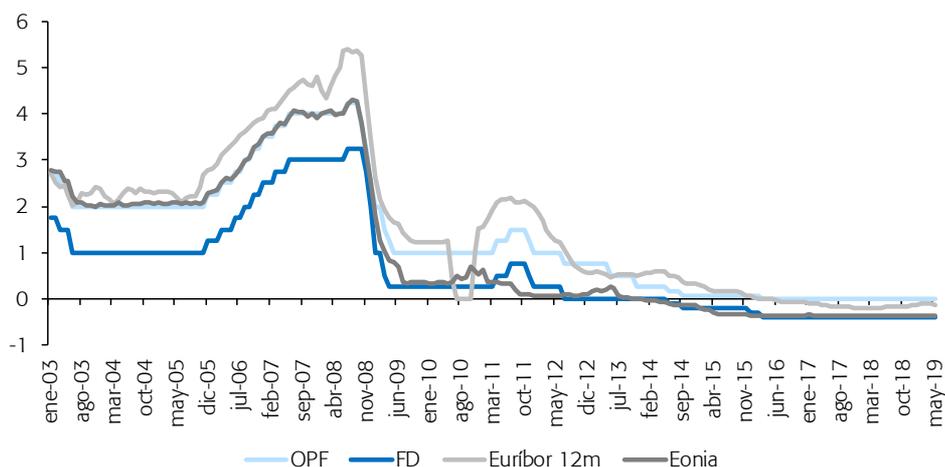
*Las modificaciones del tipo de la facilidad de depósito arrastran a toda la curva monetaria, impactando directamente en el stock de crédito y en la nueva concesión de la banca, así como en los costes financieros.*

En el gráfico 2 se expone la evolución de los principales tipos de referencia en la eurozona tomando los datos desde cinco años atrás, concre-

<sup>2</sup> El valor actual del exceso de reservas sujeto a un tipo de interés negativo en Japón es de un 5,3%: <https://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/cabs/index.htm/>

Gráfico 2

## Principales tipos de referencia



Fuente: Bloomberg, Afi.

tamente desde junio de 2014, cuando se rebasó por primera vez la barrera de los tipos negativos.

Analizando la evolución de los tipos, se pueden extraer algunas conclusiones. En primer lugar, el eonia se ha movido 30 puntos, pasando de aproximadamente 0,05% a mediados de 2014 a estar cerca de la facilidad de depósito (FD). De hecho, se ha producido un proceso de convergencia del eonia a la FD. Esto ha ocurrido porque el exceso de liquidez hace que los bancos no tengan necesidad de captar liquidez de otros bancos y, por lo tanto, exigen el mismo tipo de depósito (o muy cerca) que el que tiene el BCE fijado para hacerlo. Así, los tipos del BCE son efectivamente el tipo marginal y, en un entorno de exceso de liquidez, consideramos que el eonia siempre estará pegado al tipo de depósito (la FD).

Esto tiene un impacto ante medidas que adopte el BCE de bajada o subida de la FD, ya que arrastrará a toda la curva monetaria hacia la dirección que tome, impactando directamente en el *stock* de crédito y en la nueva concesión de la banca, así como en los costes financieros.

Desde dicho nivel, el euríbor para los diferentes plazos no es más que la capitalización del eonia esperado por el mercado. Esa es la razón por la cual el euríbor a 12 meses, la principal referencia para los préstamos, se ha reducido en más de 70 puntos básicos, pasando de un 0,60% en 2014 a un -0,10% a cierre de 2018.

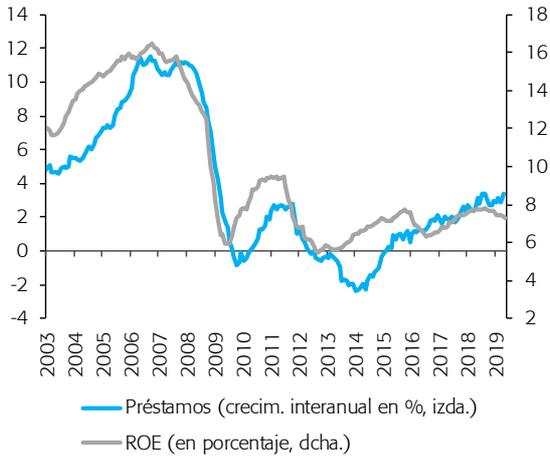
El impacto indirecto se manifiesta en todos los sectores en la evolución que han representado los tipos de crédito y depósito (negocio minorista), con una caída sustancial en ambos términos, impactando de manera directa en la generación de ingresos de la banca europea.

## El impacto en la cotización de la banca

La rentabilidad de la banca está íntimamente ligada a cómo evolucionen los tipos de interés, como no puede ser de otra manera. Mientras estos no tengan una senda clara de crecimiento, esta rentabilidad será exigua, por lo que las decisiones de política monetaria impactan de manera directa sobre la rentabilidad bancaria.

Gráfico 3

**Eurozona. Préstamos al sector privado y ROE del sector bancario**

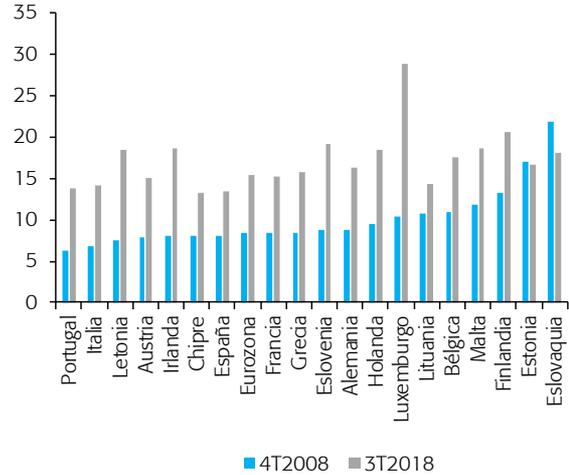


Fuentes: BCE, Factset, Afi.

Las tasas de rentabilidad sobre activos (ROE) que los bancos presentaban antes de la crisis (de doble dígito y cercanas al 20%), será improbable que se presenten en el futuro, así como los niveles de capital regulatorio van a continuar estando recurrentemente por encima de los precrisis,

Gráfico 4

**Capital TIER 1 por países (En porcentaje)**



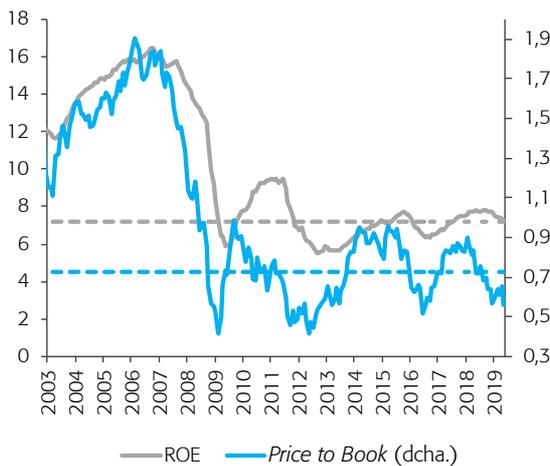
Fuente: BCE, Afi.

como consecuencia de la ingente regulación en términos de solvencia que se ha aprobado (véanse los gráficos 3 y 4).

Como reflejo de esta menor rentabilidad de la banca, a día de hoy el sector cotiza a una ratio P/B

Gráfico 5

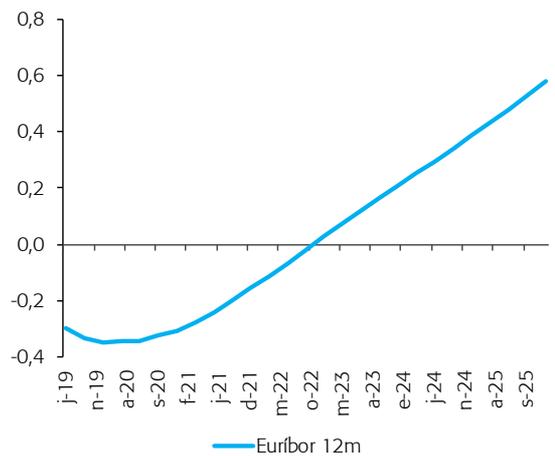
**ROE y Price to Book esperados a doce meses del sector bancario y mediana de los últimos diez años**



Fuente: Factset, Afi.

Gráfico 6

**Curva euríbor a doce meses (En porcentaje)**



Fuente: Bloomberg, Afi.

(valor de mercado sobre valor en libros) de 0,56x frente a la media de los últimos diez años de 0,73x, y la rentabilidad esperada (ROE) es de un 7,3% (gráfico 5). Con las perspectivas de rentabilidad a día de hoy, vemos poco recorrido a la cotización de la banca en el medio plazo, principalmente con las expectativas de tipos de interés anormalmente bajos por un largo periodo de tiempo (gráfico 6).

---

*En febrero de 2018, cuando las expectativas de tipos estuvieron más altas, el sector bancario cotizaba a 0,87 x P/B, mientras que, en junio de 2016, con expectativas muy deprimidas, lo hacía a 0,57 x P/B.*

---

Cabe reseñar que, en febrero de 2018, cuando las expectativas de tipos estuvieron más altas, el sector cotizaba a 0,87x P/B, mientras que, en junio de 2016, con expectativas de tipos muy deprimidas el sector cotizaba a 0,57x P/B. Con las expectativas actuales, que anticipan un euríbor a 12 meses en terreno negativo durante un periodo superior a tres años, será muy difícil que las ratios de valoración mejoren de forma significativa. Para ello sería necesario vislumbrar un cambio duradero en las expectativas de tipos a medio plazo, lo que parece poco probable en el actual entorno macroeconómico y geoestratégico.

## Conclusiones

Las políticas llevadas a cabo por el Banco Central Europeo han favorecido una mejora sustancial de las condiciones de financiación del sector empresarial y de las familias en los últimos cinco años. Por el contrario, han tenido un impacto negativo directo en la generación de márgenes de los bancos, repercutiendo directamente en su modelo de negocio.

Hasta ahora, la banca española ha sabido responder bien a esos menores ingresos, con una buena gestión de los costes financieros. Sin embargo, el mantenimiento prolongado de estos tipos en 0% o en negativo irá deteriorando los ingresos financieros, a la vez que tiene lugar una menor capacidad de reducción de los costes. Esta tendencia de mantener los tipos en 0, o en negativo, hace prever una “japonización” de la economía europea (la economía japonesa lleva 20 años en tipos 0), en la que el crecimiento económico será bajo y la concesión de crédito reducida, contexto en donde la banca tendrá que adaptar su modelo de negocio para intentar generar márgenes.

El sector bancario ha experimentado un cambio estructural: los bajos rendimientos actuales no son cíclicos, y aunque puedan mejorar en un entorno de subidas de tipos de interés (en el medio/largo plazo), no es de esperar un retorno a los niveles previos a la crisis. Es en este contexto de reducidos tipos de interés donde la valoración bursátil se resiente de forma acuciante. Tanto en cuanto perdure esta expectativa de tipos bajos de forma prolongada, la valoración bursátil de los bancos se mantendrá por debajo de 1 en relación al P/B, ya que su rentabilidad (ROE) proseguirá deprimida, por debajo de su coste de capital. Estamos, por tanto, en un *new normal* para el sector.

## Referencias

- ALTAVILLA, C., BURLON, L., GIANNETTI, M. y HOLTON, S. (2019). Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *Working Paper 2289/junio 2019*. Banco Central Europeo.
- GUINDOS, L. DE (2019). *Challenges for bank profitability*. 1 de mayo de 2019. Disponible en: <https://www.bis.org/review/r190502a.pdf>