

Diferencial entre el €STR y el tipo de interés de la facilidad de depósito

Artículo 08
01/08/2023

<https://doi.org/10.53479/33153>

Motivación

Este artículo analiza los factores que estarían contribuyendo al incremento del diferencial existente entre el *Euro short-term rate* y el tipo de interés de la facilidad de depósito, con el objetivo de valorar la transmisión de la política monetaria en el Eurosistema.

Ideas principales

- Los principales factores que explican la evolución del diferencial son el aumento en el balance del Eurosistema y el cambio en la orientación de la política monetaria.
- La transmisión de las recientes subidas de tipos de interés oficiales a los tipos de interés del mercado monetario fue efectiva, por lo que no es un factor explicativo del incremento del diferencial.
- Cabría esperar que, una vez concluido el ciclo alcista de tipos, la reducción del balance del Eurosistema frenase o incluso revirtiese la tendencia observada en el diferencial.

Palabras clave

Euro short-term rate, facilidad de depósito, transmisión de la política monetaria, mercado monetario, estadística de los mercados monetarios, balance del Eurosistema, exceso de liquidez, entidades financieras no bancarias.

Códigos JEL

E52, E58.

Artículo elaborado por:

Yasmina Santalla Pérez
Dpto. de Operaciones
Banco de España

M.^a Carmen Castillo Lozoya
Dpto. de Operaciones
Banco de España

Laura García Ramos
Dpto. de Operaciones
Banco de España

José M.^a Arregui Gil
Dpto. de Operaciones
Banco de España

Introducción

El Eurosistema tiene como finalidad principal el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro. Tras la revisión de la estrategia de la política monetaria que culminó en julio de 2021, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) considera que la mejor forma de mantener la estabilidad de precios es teniendo un objetivo simétrico de inflación del 2 % a medio plazo¹. El principal instrumento de política monetaria que utiliza el Eurosistema para la consecución de su objetivo es la gestión dinámica de los tipos de interés oficiales.

Cada vez que el Eurosistema modifica los tipos de interés oficiales, se pone en marcha el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estas variaciones se trasladan inicialmente a los tipos del mercado monetario y seguidamente, a través de distintos canales, se transmiten a los tipos de interés a los que se financian gobiernos, empresas y hogares. Dichas condiciones de financiación afectan a sus decisiones de ahorro, inversión y consumo, con el consiguiente impacto en la demanda y oferta de bienes y servicios y, con ello, en los precios finales. De este modo, de cara a valorar la correcta transmisión de la política monetaria, es esencial que el Eurosistema realice un seguimiento de los tipos de interés de mercado a corto plazo, al ser el primer paso en la cadena de efectos del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Entre los tipos de interés de mercado a corto plazo existentes, resulta especialmente relevante el *Euro short-term rate* (€STR).

El €STR es el tipo de interés de referencia libre de riesgo de la zona del euro, al plazo de un día (*overnight*). Refleja el coste de financiación mayorista en euros de las principales entidades de crédito de la zona del euro en operaciones a un día sin garantía (depósitos). El BCE lo calcula y publica diariamente desde octubre de 2019 y, desde el 3 de enero de 2022, tras un exitoso proceso de transición, pasó a reemplazar al EONIA². El BCE es el administrador de este índice de referencia para los mercados.

En un sistema «suelo» como el que *de facto* ha venido funcionando en la zona del euro desde la crisis financiera, los tipos de interés interbancarios se encuentran vinculados al tipo de la facilidad de depósito (FD)³. El tipo de la FD es el establecido por el BCE para la remuneración

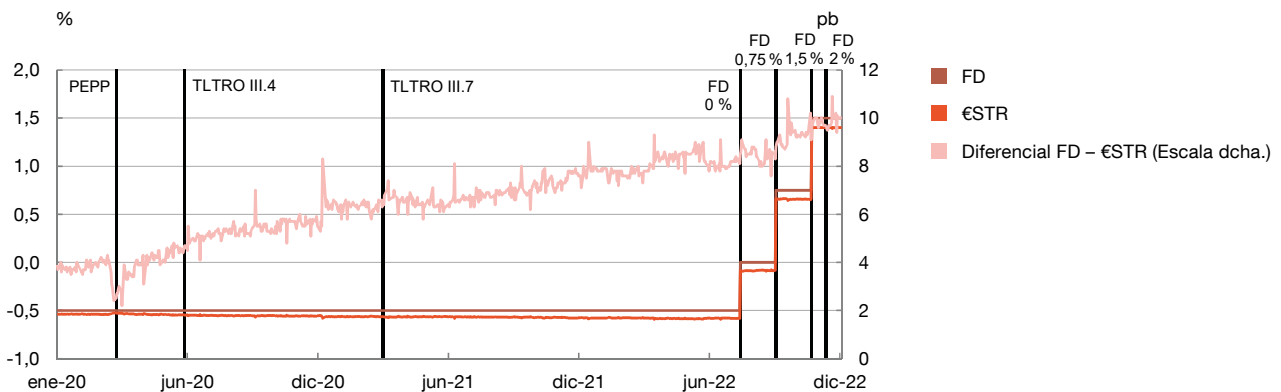
1 Con anterioridad a la revisión estratégica de 2020-2021, el objetivo del BCE era el mantenimiento de la estabilidad de precios por debajo pero cerca del 2 %.

2 El *euro overnight index average* (EONIA), tipo de interés medio de los depósitos interbancarios en euros, fue el índice de referencia a un día del mercado monetario en euros hasta su sustitución por el €STR. Para facilitar la transición, el EONIA pasó a calcularse como €STR + 8,5 puntos básicos desde el 1 de octubre de 2019 (comienzo de la publicación del €STR) hasta el 3 de enero de 2022 (cese del EONIA).

3 En la situación de liquidez previa a la crisis, los tipos de interés del mercado monetario se situaban dentro del corredor determinado por los tipos de interés de las facilidades de crédito y de depósito, y en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (sistema «corredor»). Con el aumento de la liquidez, los tipos del mercado monetario han ido descendiendo hasta alinearse con el tipo de interés de la facilidad de depósito (sistema «suelo»).

Incremento más pronunciado del diferencial en la segunda mitad de 2022

1.a Evolución del diferencial entre el €STR y el tipo de interés de la FD (a)



FUENTE: ECB Data Portal, cálculos Banco de España.

a El diferencial se calcula como $FD - \text{€STR}$, para observar mejor su evolución.



de los fondos que las contrapartidas de política monetaria depositan en el banco central al final del día.

Desde su lanzamiento en octubre de 2019, el €STR se ha situado por debajo del tipo de la FD. El diferencial negativo entre el €STR y el tipo de la FD responde a que las transacciones empleadas en el cálculo del €STR incluyen tanto transacciones realizadas por entidades de crédito, que tienen acceso a la FD y por tanto no estarán dispuestas a prestar fondos a un tipo inferior al de dicha facilidad, como por entidades sin acceso a la FD, que sí lo estarán. En un contexto en el que las entidades de crédito tienen abundante exceso de liquidez (que colocan en la FD), los potenciales prestamistas que no tienen acceso a la FD tenderán a obtener por sus depósitos en el mercado mayorista un tipo de interés inferior al de la FD.

El diferencial entre el €STR y el tipo de la FD ha ido incrementándose con el tiempo (véase gráfico 1). Mientras que en el primer trimestre de 2020 el diferencial medio se situaba en 4 puntos básicos (pb), en el último trimestre de 2022 ha alcanzado los 10 pb. El aumento ha sido suave y gradual, pero se ha acelerado en el segundo semestre de 2022. Mientras que desde inicios de 2020 a mediados de 2022 el diferencial aumentó 0,8 pb por semestre, en el último semestre de 2022, coincidiendo con el inicio del ciclo de subidas de tipos de política monetaria del Eurosistema, ha sumado 2 pb adicionales.

Este artículo analiza los factores que estarían contribuyendo al incremento del diferencial existente entre el €STR y el tipo de interés de la FD. Tras esta introducción, el artículo se estructura de la siguiente manera. En el segundo epígrafe se analiza el incremento del diferencial en el período comprendido entre principios de 2020 y mediados de 2022. El tercer epígrafe se centra en analizar el incremento más pronunciado del diferencial en el último semestre de 2022. Finalmente, se exponen las conclusiones del estudio.

Incremento del diferencial en el período comprendido entre principios de 2020 y mediados de 2022

Desde principios del año 2020 hasta mediados de 2022 se produjo un aumento significativo de la liquidez proporcionada por el Eurosistema, como consecuencia de las medidas introducidas para mitigar el impacto de la pandemia en la economía de la zona del euro; principalmente, los programas de compras de activos (PEPP y APP, por sus siglas en inglés) y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). Así, el exceso de liquidez⁴ en el Eurosistema pasó de 1.751 mm de euros en media en el primer período de mantenimiento (para el cálculo del coeficiente de reservas mínimas) de 2020 —entre el 29 de enero de 2020 y el 17 de marzo de 2020— a 4.085 mm de euros en media en el último período de mantenimiento de 2022 —entre el 21 de diciembre de 2022 y el 7 de febrero de 2023—.

El crecimiento del exceso de liquidez provocó fundamentalmente un aumento de los volúmenes negociados en el segmento con garantía del mercado monetario, pero también se incrementó la actividad en el mercado de depósitos en los plazos más cortos. La incertidumbre derivada de la pandemia y la guerra de Ucrania impulsó la negociación en los plazos más cortos del mercado de depósitos en detrimento de los vencimientos más largos. Los participantes del mercado optaron por ampliar sus colchones de liquidez en estos plazos para poder hacer frente a movimientos inesperados, como reembolsos o peticiones de márgenes, entre otros. Esta tendencia se incrementó con posterioridad ante el cambio de orientación en la política monetaria, dado que las expectativas al alza de los tipos llevaron nuevamente a los participantes del mercado a acumular tenencias a corto plazo para protegerse de la subida y esperar al potencial cambio de ciclo. Esto provocó que los depósitos elegibles para el cálculo del €STR pasaran de 36 mm de euros diarios en media en el primer período de mantenimiento de 2020 a 53 mm de euros diarios en media en el cuarto período de mantenimiento de 2022 —del 15 de junio al 26 de julio de 2022 (véase gráfico 2)—.

Los altos niveles de liquidez alcanzados en la zona del euro, en un escenario en el que las entidades de crédito ya no necesitaban más reservas⁵, provocaron que estas penalizasen la remuneración de los depósitos recibidos para compensar los costes derivados de la expansión de su balance. Estos costes están motivados fundamentalmente por el mantenimiento de las reservas en un entorno de tipos negativos y por el efecto que tiene el incremento de los pasivos en la ratio de apalancamiento, aunque también pueden producirse por otras causas como el aumento de las aportaciones al Fondo Único de Resolución o de las tasas de supervisión.

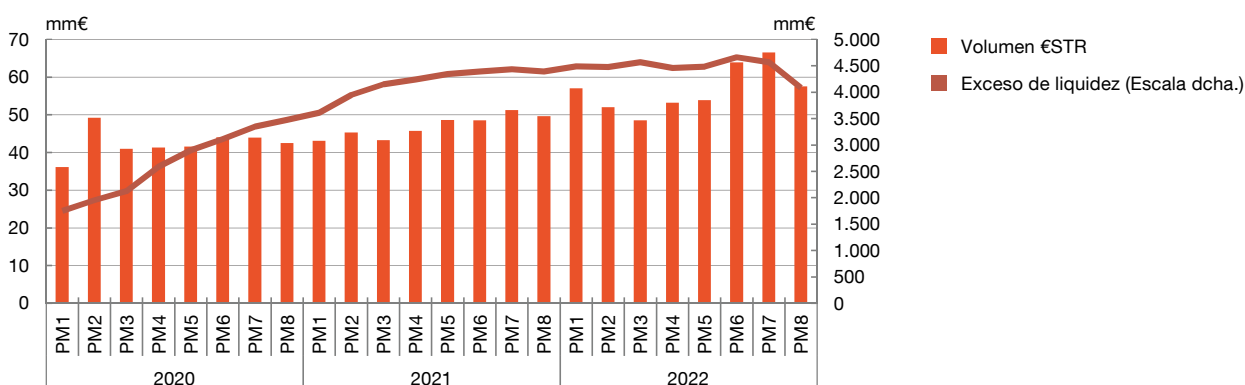
Las entidades de crédito tomadoras de fondos en el segmento sin garantía pudieron trasladar su falta de apetito por recibir liquidez debido a su poder de negociación. Este poder más elevado se explica fundamentalmente porque los agentes económicos con los que negocian son mayoritariamente entidades financieras no bancarias sin acceso a la FD que emplean los

4 Por exceso de liquidez se entiende la cantidad de reservas disponibles en el sistema bancario por encima del importe requerido para el cumplimiento de las reservas mínimas. El exceso de liquidez se mantiene en las cuentas que los bancos comerciales tienen en el banco central o en la facilidad de depósito.

5 Las entidades de crédito tenían un nivel de reservas por encima de las reservas mínimas y del multiplicador que marcaba el *two-tier system* (seis veces el nivel de las reservas mínimas).

Incremento de la actividad en los plazos más cortos del segmento de depósitos

2.a Evolución del volumen del €STR y del exceso de liquidez en media por período de mantenimiento



FUENTE: ECB Data Portal, cálculos Banco de España.

depósitos bancarios como una opción de obtener una remuneración para sus puntas de liquidez. El incremento de los márgenes por parte de las entidades de crédito tomadoras de liquidez es especialmente pronunciado en las fechas de reporte de balance, donde se reducen significativamente el volumen y los tipos de interés negociados.

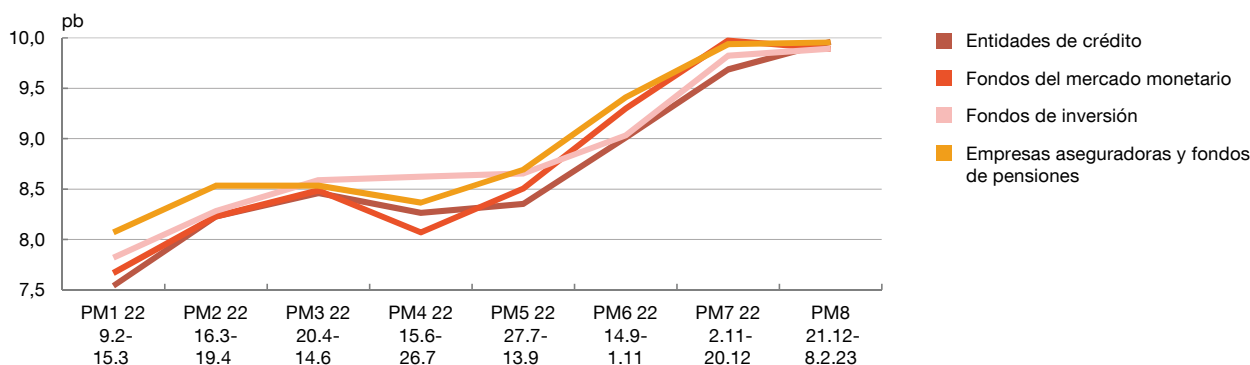
Incremento más pronunciado del diferencial en el último semestre de 2022 con la normalización de la política monetaria

En el último semestre de 2022, el inicio del proceso de tensionamiento de la política monetaria en el que se encuentra inmerso el Eurosistema vino acompañado de decisiones que afectaron a los volúmenes y tipos de interés negociados en el mercado monetario. Entre otras, destacan las sucesivas subidas de tipos de interés oficiales, el fin de las compras netas de activos y la recalibración de las condiciones de remuneración de la tercera serie de las TLTRO. En este epígrafe se analiza cómo y en qué medida estas decisiones afectaron al diferencial entre el €STR y el tipo de interés de la FD.

En primer lugar, cabe destacar que la reacción del €STR a las cuatro subidas de tipos oficiales que el BCE llevó a cabo entre julio y diciembre de 2022 fue inmediata y casi completa. El €STR reflejó el incremento de los tipos oficiales en la fecha efectiva de las subidas en un 99,4 % de media. De este modo, la transmisión de la política monetaria en la zona del euro fue efectiva, y no es un factor explicativo del incremento del diferencial.

Por otra parte, a pesar de que a finales del segundo semestre de 2022 se produjo una ligera reducción del exceso de liquidez, el volumen negociado en el €STR volvió a incrementarse⁶.

⁶ Aumento del 15 % del volumen del €STR en el segundo semestre de 2022 frente al primero.

Incremento más pronunciado del diferencial medio con el cambio de orientación de la política monetaria**3.a Evolución del diferencial medio aplicado a entidades de crédito y principales contrapartidas financieras no bancarias durante 2022**

FUENTE: MMSR, cálculos Banco de España.

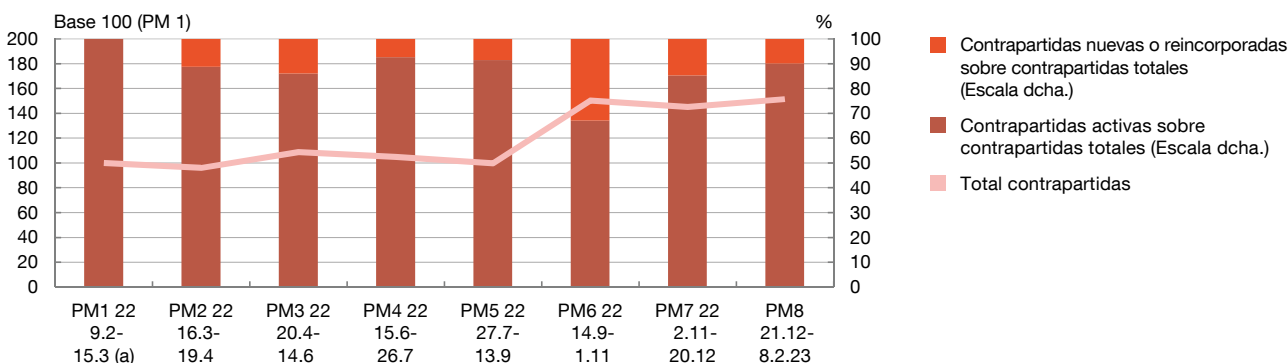
Aunque el 14 noviembre de 2022 se alcanzó un máximo histórico en los niveles de exceso de liquidez (4.748 mm de euros), la suspensión de las compras netas de activos y los posteriores vencimientos y amortizaciones voluntarias de las TLTRO redujeron su nivel hasta una media de 4.085 mm de euros en el último período de mantenimiento de 2022 —comprendido entre el 21 de diciembre de 2022 y el 7 de febrero de 2023—. Sin embargo, esta reducción en el exceso de liquidez no se vio reflejada en una reducción del diferencial, lo que sugiere que existen otros factores que explican su aumento.

El paso a tipos de interés positivos y su progresiva y rápida escalada a niveles más altos motivaron una gestión más activa de la liquidez por parte de los participantes del mercado. Además, en este período se produjo un nuevo traslado de la negociación a los plazos más cortos del segmento no garantizado en detrimento de la negociación en los plazos más largos. Este acortamiento en los plazos es consistente con la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés y el incremento de los colchones de liquidez precautorios para hacer frente a peticiones de márgenes de derivados ante una mayor volatilidad en el mercado. Estos aspectos favorecieron un incremento de la demanda de depósitos en los bancos por encima de las necesidades de estos, por lo que aplicaban tipos más penalizadores a sus contrapartidas que compensaran los crecientes costes marginales de los depósitos adicionales.

El diferencial medio que las entidades de crédito cargaban a sus contrapartidas se incrementó de manera más pronunciada a partir del quinto período de mantenimiento —comprendido entre el 27 de julio y el 13 de septiembre de 2022— con independencia del tipo de contrapartida y coincidiendo con el ciclo de subidas consecutivas del BCE (véase gráfico 3). Los bancos aplicaron los mayores márgenes de forma generalizada sobre todas sus contrapartidas, no existiendo diferencias significativas entre los diferenciales cargados a las entidades de crédito y los diferenciales cargados a los principales tipos de contrapartidas financieras no bancarias.

Incremento del número de nuevos participantes a partir del segundo semestre de 2022

4.a Evolución del número de participantes en el mercado de depósitos no garantizados a un día



FUENTE: MMSR, cálculos Banco de España.

a En el PM1 todas las contrapartidas se consideran contrapartidas activas. Se entiende por contrapartida aquellos participantes del mercado con los que las entidades de crédito, que reportan a través de MMSR, realizan transacciones elegibles para el cálculo del €STR.

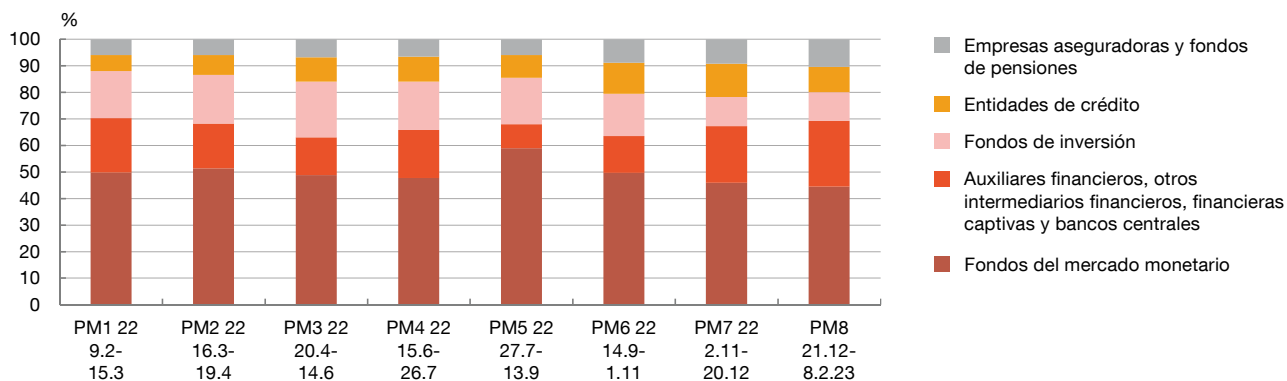
La gestión más activa de la liquidez vino acompañada de un incremento en el número total de participantes en el mercado de depósitos no garantizados utilizados para el cálculo del €STR (véase eje izquierdo del gráfico 4). El número total de contrapartidas de las entidades que reportan a través de MMSR aumentó de forma sustancial (en más de un 30 %) y se sostuvo en el tiempo a partir del sexto período de mantenimiento —comprendido entre el 14 de septiembre y el 1 de noviembre de 2022—, con el cambio a tipos de interés positivos en la remuneración de la FD. De este incremento, el 33 % del total de las contrapartidas fueron participantes del mercado que no habían negociado con las entidades que reportan a través de MMSR en períodos de mantenimiento anteriores (contrapartidas *nuevas* o *reincorporadas* al mercado)⁷. Su incorporación al mercado explica parcialmente el incremento de los volúmenes que contribuyen al cálculo del €STR.

El aumento del número de participantes en el mercado y de sus volúmenes negociados provocó un cambio en los pesos relativos de los tipos de contrapartidas de las entidades de crédito que reportan a través de MMSR en las transacciones elegibles para el cálculo del €STR (véase gráfico 5). En concreto, comparado con el período de mantenimiento 4, el peso relativo del grupo de empresas aseguradoras y fondos de pensiones y del conjunto de auxiliares financieros, otros intermediarios financieros, financieras captivas y bancos centrales aumentó, mientras que el peso de los fondos de inversión decreció. No obstante, teniendo en cuenta la subida generalizada hacia unos tipos más homogéneos en este segundo semestre, este cambio de pesos relativos no tiene un impacto importante en el diferencial entre el €STR y el tipo de interés de la FD.

⁷ A efectos de este análisis, se consideran contrapartidas *activas* aquellas que ya habían negociado en alguno de los períodos anteriores, tomando como período de referencia el primer período de mantenimiento de 2022 (PM1 22). En el PM1 22, por tanto, todas las contrapartidas se consideran *activas*.

Cambio en los pesos relativos por tipo de contrapartida

5.a Distribución del volumen del €STR por tipo de contrapartida en 2022



FUENTE: MMSR, cálculos Banco de España.

Por tanto, el paso a tipos de interés positivos y su progresiva y rápida escalada a niveles más altos incentivó i) una gestión más activa de la liquidez por parte de los participantes del mercado, que dio lugar a la (re)incorporación de participantes del mercado previamente inactivos, y ii) una mayor concentración de la negociación en los plazos más cortos derivada de la incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés y el tipo de interés terminal. Ambos aspectos contribuyeron al desajuste ya existente entre la oferta y la demanda de liquidez. El hecho de que el aumento del volumen negociado siguiera concentrado en contrapartidas sin acceso a la FD otorgó una mayor capacidad a las entidades de crédito para ampliar los márgenes a todas sus contrapartidas con independencia de su sector de origen.

Conclusiones

Desde el inicio de la publicación del €STR en 2019 siempre ha existido un diferencial negativo entre el tipo de interés de la FD y el €STR. Este diferencial nace del hecho de que en el cálculo del €STR se incluyen transacciones con entidades financieras sin acceso a la FD, a las que, en un contexto de abundante exceso de liquidez, los bancos receptores de la liquidez ofrecen un tipo de interés inferior al que ellos mismos pueden obtener a través de la FD.

Este diferencial ha ido aumentando, desde 4 pb en el primer trimestre de 2020 hasta 10 pb en el cuarto trimestre de 2022. Este crecimiento se ha producido de manera paulatina, aunque se ha acelerado en el segundo semestre de 2022. Del análisis realizado se concluye que los principales factores que explican la evolución del diferencial son el aumento en el balance del Eurosistema y el cambio en la orientación de la política monetaria.

El principal factor del incremento del diferencial entre el tipo de interés de la FD y el €STR en el período comprendido entre principios de 2020 y mediados de 2022 fue el aumento del exceso de

liquidez en el Eurosistema derivado de las medidas de política monetaria adoptadas tras el estallido de la pandemia del COVID-19. En un contexto en el que las entidades de crédito no necesitaban más liquidez, estas redujeron la remuneración de los depósitos cada vez más elevados que recibían de otras entidades financieras, especialmente no bancarias, sin acceso a la FD. Este diferencial permitía a las entidades bancarias compensar los costes derivados de la expansión de su balance.

La ampliación del diferencial, más pronunciada durante el segundo semestre de 2022, coincidió en el tiempo con un cambio en la orientación de la política monetaria en el que destacaron las rápidas y progresivas subidas de los tipos de interés oficiales. Aunque a finales de este período el exceso de liquidez comenzó a reducirse paulatinamente, el acortamiento de los plazos de inversión llevó a un aumento de los depósitos bancarios mayoristas a un día, y con ello a un incremento del diferencial entre el €STR y la FD.

En conclusión, en el ciclo de subidas de tipos de interés oficiales más rápido de la historia de la zona del euro se observó una transmisión efectiva a los tipos de interés del mercado monetario. Sin embargo, la intensificación de la demanda de depósitos en los plazos más cortos, con unos costes regulatorios crecientes para los bancos, produjo un incremento del diferencial entre el tipo de interés de la FD y el €STR. En estas condiciones, cabría esperar que, una vez concluido el ciclo alcista de tipos, la reducción del balance del Eurosistema frenase o incluso revirtiese la tendencia actual hacia un diferencial cada vez más negativo entre ambos tipos de interés.

Cómo citar este documento

Santalla Pérez, Yasmina, M.^a Carmen Castillo Lozoya, Laura García Ramos y José M.^a Arregui Gil. (2023). “Diferencial entre el €STR y el tipo de interés de la facilidad de depósito”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 08. <https://doi.org/10.53479/33153>

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2023
ISSN 1579-8623 (edición electrónica)