

El nuevo programa *Public Sector Purchase Programme* del BCE y su incidencia en los mercados financieros europeos

Juan Calvo Vérguez*

El nuevo programa de expansión cuantitativa implementado por el BCE, denominado *Public Sector Purchase Programme (PSPP)*, prevé la articulación de compras combinadas de deuda pública y privada (bonos con cobertura y valores financieros avalados por activos) por importe de 60.000 millones de euros al mes, desde marzo de 2015 y hasta septiembre de 2016 como mínimo, sin esterilización de la oferta monetaria y siendo los riesgos derivados de dichas adquisiciones compartidos, ya que el 80% lo asumirán los bancos centrales nacionales y el 20% restante se compartirá entre el BCE y cada país. A resultas de la implementación de este nuevo programa es factible que termine inyectándose todavía una mayor liquidez en las entidades financieras, pudiendo llegar a producirse además un paulatino desplazamiento de la inversión desde la deuda soberana europea hacia la deuda corporativa, como elemento con el que favorecer y abaratar la financiación empresarial. En todo caso, hasta la fecha, el inicio de las compras en el mercado de deuda pública ha conducido a un encarecimiento de los bonos, lo que se refleja en una caída de sus tipos de interés.

Principales rasgos configuradores del *Public Sector Purchase Programme (PSPP)*

Como seguramente se recordará, durante los días previos a la celebración de la reunión del Consejo del Banco Central Europeo (BCE) de 22 de enero de 2015, los técnicos del supervisor europeo procedieron a presentar al Consejo de

Gobierno del citado organismo diversos posibles modelos de planes de flexibilización cuantitativa para la compra de deuda soberana cuyo importe alcanzaría los 500.000 millones de euros, hallándose aquellos enfocados a bonos de países con *rating* dentro del grado de inversión. Estos distintos modelos planteaban bien la adquisición únicamente de bonos con la máxima nota de solvencia (AAA) o bien la compra de bonos soberanos con

* Profesor Titular de Derecho Financiero y Tributario, Universidad de Extremadura.

una nota mínima (BBB), que marcara el límite del grado de inversión, lo que permitiría que pudieran entrar el resto de Estados de la eurozona a excepción de Chipre, Grecia y Portugal. Asimismo se planteó la adopción de modelos con un importe de las compras de deuda soberana por debajo del medio billón de euros y objetivos mensuales.

En la víspera de la citada reunión del Consejo del BCE se conocía además la posibilidad de que el supervisor comunitario decidiera adquirir la suma de 50.000 millones de euros al mes en activos de deuda soberana a largo plazo, en función del peso de cada país en el eurosistema y con una calificación de riesgo suficiente como para evitar los "bonos basura" hasta finales de 2016 (triple BBB o incluso más elevada), a través de la implementación de un programa de expansión cuantitativa centrado en la compra de deuda soberana que se iniciaría en el mes de marzo de 2015 y que se prolongaría hasta finales de 2016. De este modo se inyectaría en el sistema liquidez por un importe de 1,1 billones de euros.

Finalmente, a resultados de la referida reunión del Consejo del BCE celebrada el 22 de enero de 2015 se acordó, en primer lugar, una rebaja en el coste de las TLTRO (*Target Long Term Refinancing Operation*) concretada en la modificación del coste de las seis operaciones de TLTRO a cuatro años que quedaban pendientes, pasando su tipo a ser igual al de las principales operaciones de refinanciación del eurosistema (de manera que, mientras con anterioridad se aplicaba un 0,15%, el coste pasaba a rebajarse al 0,05%). Pero la decisión más importante fue la implementación de un nuevo programa denominado *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) consistente en la articulación de compras combinadas de deuda pública y privada (bonos con cobertura y valores financieros avalados por activos¹) por importe de 60.000 millones de euros al mes desde marzo de 2015 y hasta septiembre de 2016, como mínimo (lo que representaba un total de 1,14 billones de euros), sin esterilización de la oferta monetaria

y siendo los riesgos derivados de dichas adquisiciones compartidos, ya que el 80% lo asumirían los bancos centrales nacionales y el 20% restante se compartirá entre el BCE y cada país.

El programa se basa en la articulación de compras combinadas de deuda pública y privada (bonos con cobertura y valores avalados por activos) por importe de 60.000 millones de euros al mes, desde marzo de 2015 y hasta septiembre de 2016 como mínimo, sin esterilización de la oferta monetaria y con riesgo compartido en un 20% entre el BCE y los bancos nacionales, con el 80% restante asignado a estos últimos.

Ahora bien, a pesar de que, como se ha señalado, la fecha inicial de finalización del programa sería septiembre de 2016, el BCE contemplaba la posibilidad de mantener las compras hasta que se alcanzara un ajuste sostenido del ritmo de inflación en línea con el objetivo del supervisor. De este modo se dejaba abierta la posibilidad de prolongar las compras hasta devolver a la inflación a su objetivo próximo al 2%.

Tal y como se ha precisado con anterioridad, los riesgos serían compartidos, aunque no mutualizados: el 20% de las compras de activos adicionales estarían sujetas a un régimen de compartición de riesgos entre el BCE y los bancos nacionales, correspondiendo el 80% restante a los bancos centrales nacionales. Ahora bien, a este respecto se ha de tener presente que, en caso de pérdidas, los bancos centrales nacionales pueden llegar a tener capitales negativos que posteriormente pueden cubrirse con emisiones del Tesoro. Quiere decirse con ello que si el programa generase pérdidas, el 80% de las mismas serían asumidas por los propios países y el 20% se mutualizaría a través del BCE. A este respecto coincidimos con Barley (2015) cuando afirmaba que "cuando los bancos centrales nacionales empiecen a comprar

¹ Finalmente se desestimó la adquisición de deuda corporativa, debido al nivel de rentabilidades existente por aquel entonces y al tamaño insuficiente que ofrece este mercado.

bonos públicos de los inversores en marzo, estarán intercambiando instrumentos con derecho a reclamar dinero de los contribuyentes de una nación, lo que en última instancia equivale a reclamarle a la eurozona". Con carácter adicional, apuntaba el citado autor que si un determinado Banco central nacional sufriera pérdidas necesitando que su Gobierno lo recapitalizase, y el riesgo no lo compartiese toda la eurozona, los tenedores de bonos podrían sufrir un golpe mayor por el rescate del Banco central.

En todo caso, las compras de activos las realizarían los bancos centrales nacionales por separado en función de su capital en la institución, aunque habría supervisión del BCE. Ello significaba que la

A España, con el 12,6% de cuota de capital en el BCE, le corresponden compras por importe de 143.600 millones de euros, de los que 100.000 millones serían deuda pública y el resto cédulas hipotecarias y bonos de titulización emitidos por los bancos.

mayoría de la deuda se compraría en Alemania, Francia e Italia². Baste recordar a este respecto que el porcentaje de Alemania en el capital del BCE es del 25,6%, según el reparto proporcional del accionariado estrictamente entre los países del euro, sin contar al resto de países de la Unión Europea con divisa propia. A España, con el 12,6% del capital, le correspondían compras por un importe de hasta 143.600 millones de euros³.

Por su parte los límites a las compras de deuda soberana se articularían hasta un porcentaje que

posibilitase una formación de precios adecuada. Con carácter general se establecieron dos límites en virtud de los cuales el BCE, que coordinaría las compras, podría adquirir más del 25% de una emisión, pero no un porcentaje superior al 33% del emisor. Este último límite motivaba que el BCE postergase la adquisición de títulos griegos, dado que ya tenía bonos del Gobierno heleno, como consecuencia de intervenciones anteriores, por encima de dicho tope.

Respecto de los activos susceptibles de ser adquiridos, el rango de compras de bonos a plazos iría de 2 a 30 años, afectando en consecuencia a toda la curva de la deuda, esto es, a activos con grado de inversión emitidos por gobiernos, agencias e instituciones europeas en el mercado secundario. Ahora bien, en tanto en cuanto en aquellos márgenes donde los diferenciales fuesen mayores el efecto de las compras sería igualmente mayor, *a priori* parecía razonable estimar que el grueso de las compras se produciría en los plazos más largos de la curva (especialmente a 10 años), donde los rendimientos son aún superiores.

El programa del BCE admitiría a países que estuviesen bajo el paraguas del rescate, si bien inicialmente la deuda de Grecia y Chipre quedaba fuera de dicho programa por no contar con la nota de las agencias de calificación de riesgos necesaria para participar. En todo caso, el BCE se reservaba el derecho a negociar con ellos compras de deuda, existiendo criterios de elegibilidad adicionales para los países que se encontrasen bajo un programa del Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Unión Europea. De este modo se incluiría la deuda pública helena siempre y cuando se cumpliesen determinadas condiciones, lo que implica-

² En efecto, el BCE compraría deuda soberana en la misma proporción a la participación de cada Banco central nacional de la eurozona en el capital del BCE. Y a este respecto se ha de recordar que la cuota de capital del Bundesbank en el BCE es del 25,7%, la del Banco de Francia del 20,3%, la de la Banca d'Italia del 17,6%, la del Banco de España del 12,6% y la del Nederlandsche Bank de Holanda del 5,7%.

³ Con fecha 28 de enero de 2015 el Banco de España (BdE) anunció que, de acuerdo con sus estimaciones preliminares, las compras de deuda pública española ascenderían a unos 100.000 millones de euros en el horizonte temporal considerado por el BCE, correspondiendo el resto de la cifra indicada (43.600 millones) a cédulas hipotecarias y bonos de titulización emitidos por los bancos. A un año, la cantidad a comprar por parte del BCE se situaría en el entorno de los 58.000 millones de euros en bonos soberanos, ligeramente superior a la emisión neta prevista por el Tesoro, cifrada en 56.000 millones.

ría la aplicación de criterios adicionales a la deuda de los países que estuviesen en un programa de ajuste. Asimismo se preveía la posibilidad de comprar deuda con rentabilidades negativas, como la de Alemania (de máxima calidad, AAA, emitida a los plazos más cortos⁴).

En definitiva, la aplicación del programa por parte del eurosistema (formado por el BCE y los Bancos centrales nacionales de la zona del euro) sería “descentralizada”, de manera que cada banco central compraría deuda en su país, adquiriendo por su parte el BCE un 8% del total. Pero solo el 20% de las compras estarían sujetas a un régimen de riesgo compartido, a saber, la deuda adquirida a las instituciones europeas (12% del total del programa) y aquella otra que adquiera por sí mismo el BCE (el 8% del total, lo que representaba unos 4.000 millones de euros).

Adviértase al respecto que el programa incluye los planes ya puestos en marcha de adquisición de cédulas hipotecarias y bonos de titulización. Dichas compras adicionales, efectuadas al margen de los citados planes ya activados, se centrarían en la deuda soberana de los países del euro y en las emisiones de agencias públicas (caso, por ejemplo, del Instituto de Crédito Oficial –ICO–), quedando fuera las compras de deuda corporativa.

El perfeccionamiento de las condiciones del programa PSPP tras las reuniones del Consejo del BCE de 5 de marzo y 15 de abril de 2015

Con motivo de la reunión del BCE celebrada el 5 de marzo de 2015, el supervisor acordó ini-

ciar su programa de compra de deuda pública el 9 de marzo del citado ejercicio⁵. A pesar de ello, el BCE expuso un conjunto de datos que, a su juicio, venían a poner de manifiesto el impacto inicial que el simple anuncio de la implementación de su programa había tenido ya en los mercados financieros. De acuerdo con la información facilitada por el supervisor, el aumento de la M3 fue del 4,1% en enero de 2015, desde el 3,8% de diciembre de 2014. Dicho aumento se produjo, especialmente, por su agregado, la M1, que creció un 10% en enero de 2015. Por su parte, los préstamos a familias aumentaron un 0,9% a dicha fecha, desde el 0,8% de diciembre de 2014.

Al amparo de la citada información, se deducía en consecuencia que el conjunto de medidas adoptadas por el BCE con efectos desde el mes de junio de 2014 (rebajas de tipos, líneas de liquidez a la banca condicionada a la concesión de crédito, compras de cédulas y bonos de titulización y, finalmente, el plan de compra masiva de deuda cuyo inicio tendría lugar el 9 de marzo de 2015) ya habían producido efecto en el seno de la economía real, originando un descenso de los costes de financiación y una ligera recuperación en el crédito a particulares y empresas, a pesar de que registrase una evolución negativa en tasa interanual⁶.

Por lo que respecta al objeto de nuestro análisis y, más precisamente, en relación con las características de los títulos que serían adquiridos por el BCE (los cuales, como ya se ha señalado, habrían de presentar vencimientos de entre 2 y 30 años), en dicha reunión de 5 de marzo de 2015 el supervisor se encargó de poner de manifiesto que dejaría que las rentabilidades de la deuda soberana llegaran hasta los niveles de la facilidad de depósito (el -0,20%), no adquiriendo títulos con una rentabilidad por debajo del tipo de aquella

⁴ El impulso otorgado a las compras de bonos por el BCE a través de su programa de expansión cuantitativa podría ser aprovechado por el Bundesbank para incrementar el precio de los bonos alemanes, acentuándose todavía más la caída de sus rentabilidades a terreno negativo.

⁵ Con carácter adicional, a resultados de dicha reunión del BCE, acordó mantener el precio del dinero en el 0,05% y la facilidad de depósito en el -0,2%.

⁶ Concretamente, de acuerdo con las previsiones diseñadas por el BCE en su reunión de 5 de marzo de 2015, para el ejercicio 2015 se esperaba un alza del 1,5% del PIB –frente al 1% calculado en diciembre de 2014–, del 1,9% en 2016 y del 2,1% en 2017. Por su parte, los precios se mantendrían planos en 2015 a causa de la caída del petróleo (frente al alza del 0,7% calculado inicialmente en diciembre de 2014), iniciando su crecimiento un 1,5% en 2016 y un 1,8% en 2017.

(caso, por ejemplo, de la deuda alemana a dos años⁷ y, en definitiva, de todos aquellos títulos cuyas rentabilidades habían caído por debajo de cero a causa, en gran medida, de las expectativas generadas por el propio plan del BCE). En efecto, el supervisor no adquiriría títulos a una rentabilidad inferior de la que cobra a las entidades de la eurozona por depositar sus reservas en el Banco central. Todos aquellos activos que ofreciesen una rentabilidad menor serían excluidos del programa de compras, con la finalidad de establecer un límite a la especulación de los inversores⁸. No obstante si en un momento determinado se estimara por parte del supervisor que una parte amplia del mercado estuviese en terreno negativo, podría decidir elevar el tipo aplicado a la facilidad de depósito y dejar de comprar aquello que quedase por debajo. De este modo el BCE optaba por la introducción de una cierta flexibilidad de cara a modificar el reparto de adquisiciones que corresponderá a cada Banco central, establecidas en función del peso en su capital. No obstante, debía entrar a precisarse quién habría de asumir las pérdidas provocadas por comprar bonos en negativo.

Por otra parte, a la hora de exponer su programa de compra del sector público, el BCE facilitó una lista inicial de instituciones o de agencias supranacionales o internacionales de la eurozona cuya deuda resultaba apta para el programa. De acuerdo con dicha lista, el Banco de España podría comprar deuda emitida por el ICO⁹. Asimismo el eurosistema podría adquirir deuda emitida por el Banco de Desarrollo Europeo, la Comunidad Europea de Energía Atómica, el Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera, el Mecanismo de

Estabilidad Europeo, el Banco Europeo de Inversiones, la Unión Europea y el Banco de Inversión Nórdico. Con carácter adicional se preveía que el BCE pudiera comprar deuda de las agencias francesas Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) y Union Nationale Interprofessionnelle pour l'Emploi dans l'Industrie et le Commerce (UNEDIC) y de los bancos alemanes Kreditanstalt fuer Wiederaufbau, Landesk.

En definitiva, los respectivos bancos centrales, a través de los que se materializarán las compras de activos –en coordinación con el BCE–, también contarían con un margen para combinar la adquisición de deuda soberana con deuda de agencias públicas supranacionales y nacionales. Y es que a la lista de activos comprables inicialmente establecida, y que contemplaba la deuda soberana y de agencias públicas, pasaban a añadirse los pasivos cotizados de instituciones internacionales que tuviesen su sede en la eurozona. Tanto el BCE como cualquier Banco central nacional podría complementar las compras que tuviese que efectuar con adquisiciones de bonos de la Comunidad Europea de Energía Atómica, por ejemplo.

Cabe tener presente además que, dados los límites impuestos por el BCE para el desarrollo de su programa de compra de deuda pública (no adquirir más de un tercio de los bonos de un emisor ni un cuarto de una misma emisión), en el hipotético caso de que no hubiese suficientes activos de deuda pública en algún país, el supervisor se plantearía comprar otros bonos, como es

⁷ En el caso específico de la deuda pública germana, el hecho de que sus títulos entre 2 y 5 años ofreciesen ya rendimientos negativos en el mercado secundario obligaba al Bundesbank a centrar sus compras en los bonos de más largo vencimiento.

⁸ Tal y como quedó reflejado en las actas de la citada reunión de 5 de marzo de 2015, una parte del Consejo mostró preocupación sobre la posibilidad de que una parte de los bonos europeos cotice con rentabilidades inferiores al tipo de la facilidad marginal de depósito. Algunos miembros del Consejo sugirieron una posible revisión (más adelante) del límite de compra por emisión fijado por el BCE (25% de cada emisión de bonos). Cabe recordar no obstante que el eventual establecimiento de un límite más alto podría entrar en conflicto con el principio en virtud del cual el BCE debe alterar lo mínimo el mecanismo de fijación de precios del mercado de bonos. Y, en este sentido, una tenencia superior al 25% en determinados bonos podría otorgar al BCE capacidad de bloqueo en caso de aplicarse las llamadas cláusulas de acción colectiva (CAC).

⁹ En relación con las principales características de esta deuda del ICO, baste señalar que, a principios del mes de marzo de 2015, la deuda viva superaba ya los 40.000 millones de euros, si bien más de la mitad de la misma quedaría fuera de la órbita del BCE, al presentar una vigencia inferior a dos años o encontrarse denominada en una divisa distinta al euro. Para el ejercicio 2015 el ICO tenía previsto captar entre 8.000 y 10.000 millones de euros mediante la emisión de deuda.

el caso de los bonos corporativos. En efecto, se contemplaba la posibilidad de que, al amparo de circunstancias excepcionales, el conjunto de bancos centrales nacionales pudieran comprar deuda de empresas públicas dentro de sus respectivas jurisdicciones. En todo caso, y de acuerdo con los límites del programa, un 12% de las compras correspondería a títulos emitidos por instituciones internacionales elegibles y bancos multilaterales de apoyo al desarrollo, mientras que un 88% correspondería a valores emitidos por gobiernos centrales y agencias reconocidas¹⁰.

En su posterior reunión del 15 de abril de 2015 el BCE mantuvo en el -0,2% la facilidad de depósito, lo que significaba que el interés tope de las compras del programa PSPP continuaría siendo del -0,2%¹¹. Con carácter adicional, el supervisor refrendó el cumplimiento, durante el primer mes de vigencia del programa, del objetivo de compras mensuales de 60.000 millones de euros mediante los tres planes de compra de activos públicos y privados implementados al efecto (además del citado PSPP, los programas CBPP3 y ABSPP) así como el mantenimiento de las compras de deuda, al menos, hasta septiembre de 2016. Y, a tal efecto expuso que, de acuerdo con los datos de la última encuesta de préstamos o de condiciones de crédito elaborada por aquel entonces (publicada el 14 de abril y a través de la cual se analizaba la situación financiera de los últimos seis meses), las condiciones del crédito (especialmente la demanda) habían mejorado, diluyéndose la aversión al riesgo e incrementándose la competencia entre las distintas entidades. Como contrapartida, el crédito a empresas (uno de los principales objetivos del programa) aún se mantenía bajo.

¹⁰ Recuérdese a este respecto que, tal y como ya se ha precisado, el BCE compraría directamente el 8% de los bonos públicos, y el 92% restantes los bancos centrales nacionales. Y las compras de bonos soberanos que realizase cada Banco central, de forma proporcional a su cuota de capital en el BCE, no compartirían pérdidas.

¹¹ Asimismo, los tipos de interés se mantuvieron en el mínimo histórico del 0,05% y el tipo de interés aplicable a la facilidad marginal de crédito continuó en el 0,30%.

¹² Según datos facilitados por la European Banking Authority (EBA), a la finalización del año 2014 el conjunto de los bancos de la eurozona poseían en balance cerca de 800.000 millones de euros en bonos de entre 2 y 30 años, lo que representaba cerca del 20% de la masa de deuda soberana susceptible de ser adquirida por el BCE, de un total de 4,45 billones de euros. Esta concentración resultaba además especialmente significativa en el caso de la banca italiana y española. Así, las entidades financieras españolas disponían a diciembre de 2014 de una cifra próxima al 26,2% de la deuda soberana española en circulación, hasta un total de 171.500 millones de euros.

Primeros resultados derivados de la implementación del programa PSPP

Con carácter general, las propias condiciones del programa de compra de deuda pública coordinado por el BCE han permitido a los inversores entrar a evaluar qué emisores y emisiones pueden ser los más favorecidos por las compras de manera que, con anterioridad incluso al inicio de aquellas, los tipos de interés de la deuda se situaban en mínimos históricos. La fuerte presión compradora en el mercado de deuda ha presionado los tipos a la baja, habiendo procedido además los inversores a tomar posiciones antes incluso del inicio del programa a sabiendas de que en los próximos meses la presión compradora del BCE permitiría deshacer dichas posiciones sin problemas.

Dado este importante volumen de deuda pública adquirido por los inversores con anterioridad al inicio del programa del BCE, dos eran las posibles alternativas por las que podían optar aquellos: de una parte, vender dichos bonos aprovechando las compras del BCE, en un movimiento orientado a la toma de beneficios¹²; y, de otra, optar por mantener dichos bonos en cartera al objeto de cumplir con las exigencias de capital impuestas a las entidades financieras, teniendo presente además la dificultad que representa para dichas entidades sustituir en cartera dichos activos por otros de más riesgo como deuda corporativa o créditos, que sí consumen capital.

Incluso, teniendo presente esta toma de posiciones por parte de los inversores antes de que el BCE comenzara a actuar, llegó a apuntarse la posibilidad de que el supervisor optase por redistribuir el volu-

men de compras reduciendo el tamaño de la cuota de bonos soberanos para incluir bonos corporativos u otros activos, actuando así sobre este último mercado (el mercado de bonos corporativos) en sus distintos niveles de *rating* con la finalidad de no limitar los efectos del programa a favorecer el *rally* de la deuda pública, fomentando en cambio el crédito y aumentando la liquidez en el sistema, al favorecer la financiación de las empresas y reducir el tipo de interés para el sector empresarial.

Lo cierto es que durante el primer día de funcionamiento del programa PSPP implementado por el BCE, tanto el supervisor europeo como los bancos centrales nacionales compraron bonos del sector público de la eurozona por valor de 3.200 millones de euros. Por su parte, las compras efectuadas durante los dos días siguientes permitieron alcanzar una cifra global tras los tres primeros días de implementación del programa, de 9.800 millones de euros. Se mantenía así un ritmo estable en las compras de deuda pública.

Durante la segunda semana de funcionamiento de su programa de compras del sector público, el BCE realizaría adquisiciones de deuda pública por importe de 16.549 millones de euros. Con posterioridad, a finales del mes de marzo de 2015, el BCE había invertido un total de 41.016 millones de euros en deuda pública, adquiriendo durante la última semana del citado mes bonos soberanos por un importe global de 14.716 millones de euros. De este modo, durante la tercera semana de funcionamiento de su programa, el BCE redujo un 11% el ritmo de sus adquisiciones con respecto a los 16.549 millones invertidos en los siete días anteriores. Concretamente, durante los últimos siete días contabilizados al efecto por el BCE, a la finalización del citado mes de marzo de 2015 (cuyos registros solo reflejaban las compras realizadas hasta el miércoles de cada semana) el ritmo diario de compras de deuda pública se había ralentizado a 2.943 millones la última semana del

mes de marzo de 2015, desde los 3.310 millones de los siete días anteriores.

Una vez finalizado el primer mes de vigencia del programa de compra de activos públicos y de bonos soberanos de los países de la eurozona, se alcanzó un importe de 47.356 millones de euros, de los que 5.444 millones de euros fueron invertidos en la adquisición de deuda soberana española¹³. Con ello la deuda pública española se constituía en la cuarta con mayor presencia en la cartera del BCE a la finalización del mes de marzo de 2015, por detrás de la deuda pública alemana (11.063 millones de euros), francesa (8.752 millones) e italiana (7.604 millones). No obstante, la deuda española adquirida en el marco de este programa contaba con un tiempo de vencimiento medio de 11,66 años, lo que representaba el plazo más largo de todos los activos adquiridos, por delante de los 10,96 años de Portugal y de los 10,37 años de Malta.

En la segunda semana del mes de abril de 2015 el BCE invirtió un total de 9.159 millones de euros en la adquisición de deuda pública cifra que, sumada a la alcanzada durante la primera semana del citado mes, elevaba a 14.325 millones el gasto en bonos soberanos durante el referido mes de abril de 2015, segundo mes de funcionamiento del programa de expansión cuantitativa. Con carácter adicional, el supervisor adquirió durante la segunda semana de abril de 2015 un total de 2.480 millones de euros en cédulas hipotecarias (CBPP3), alcanzándose con ello una cifra global de 67.150 millones de euros invertidos en esta clase de títulos desde el inicio de dichas compras en octubre de 2014. Y, en cuanto al programa de compra de titulizaciones y deuda empaquetada (ABSPP), durante la segunda semana de abril de 2015 el BCE invirtió un total de 371 millones de euros, situándose así el importe global obtenido en esta clase de títulos en 5.259 millones de euros.

¹³ Véase <https://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html#portfolios> (consultada el 13 de abril de 2015). De este modo, y partiendo del consabido objetivo mensual de adquisición de un total de 60.000 millones de euros en deuda pública, el hecho de que la compra de activos públicos y de bonos soberanos de los países de la eurozona alcanzara un importe mensual de 47.356 millones de euros daba a entender que los 12.644 millones restantes fueron cubiertos mediante la compra de cédulas hipotecarias a través del programa CBPP3 (*Covered Bonds Purchase Programm*) y de titulizaciones del plan ABSPP (*Asset Backed Securities Purchase Programme*).

Conclusiones

Con carácter general los efectos derivados del programa PSPP pueden ser analizados desde dos perspectivas, a saber, la financiera (tipos de interés, liquidez, rentabilidad de activos, etc.) y la macroeconómica (demanda, tipo de cambio, recuperación económica, inflación, etc.). Pues bien, al margen de las consecuencias macroeconómicas que puedan llegar a producirse (las cuales serán, en buena medida, las que determinen el juicio que pueda llegar a realizarse sobre los resultados del programa), centrando nuestro análisis en los aspectos financieros que han rodeado su implementación son varias las circunstancias que, a nuestro juicio, podrían llegar a condicionar el éxito del citado Programa de Compras del Sector Público. En primer lugar, la existencia de una liquidez excesiva en el sistema bancario europeo de entre 129.000 y 130.000 millones de euros, a lo que habría que sumar, además, los 850.000 millones de euros que el BCE inyectó a través de las subastas TLTRO en el cuarto trimestre de 2014. Y, en segundo término, la existencia de un sistema financiero “bancaizado” en el que el conjunto de las entidades de crédito financia el 80% de la economía real, habiéndose incrementado en el seno de la eurozona el balance “financiero” entre 2004 y 2014 hasta el equivalente a más del 349% del PIB, y el del BCE a un 20% del mismo. Desde una perspectiva macroeconómica, otros datos susceptibles de ser tomados en consideración serían los relativos a la existencia de un endeudamiento privado y público situado por encima del 350% del PIB en la eurozona (con un déficit anual situado por encima del 3%) y de un porcentaje de gasto público situado en el 49% del PIB.

A priori la implementación por el BCE de su programa PSPP podría terminar conduciendo a la creación de nuevas “burbujas” de activos así como a alcanzar elevadas tasas de inflación. En este sentido creemos que, con carácter previo a implementar un programa de dichas características, podría haber sido conveniente reducir el excesivo vínculo existente entre deuda soberana y entidades financieras, lo cual pasaría por acelerar el proceso de limpieza de balances por parte de

las entidades financieras y, por ende, el de ajuste de sus planes de negocio.

La implementación del PSPP podría terminar conduciendo a la creación de una nueva “burbuja” en la deuda pública, con el consiguiente riesgo de que a la finalización del programa se produzca una devaluación de los bonos soberanos que, en todo caso, habrían de continuar emitiendo los países de la eurozona para financiar sus déficits públicos.

Esta “burbuja” de la deuda pública a la que nos referimos podría llegar a estallar si, en un futuro próximo, se alcanzasen las previsiones de inflación fijadas por el BCE y finalizase el programa de expansión cuantitativa implementado al efecto, con la consiguiente devaluación de los bonos soberanos que, en todo caso, habrían de continuar emitiendo los países de la eurozona para refinar sus vencimientos y financiar los déficit públicos. Como es sabido, las compras de deuda efectuadas por el BCE tienen lugar en el mercado secundario, requiriendo de la venta de los bonos en cuestión por parte de sus tenedores (entidades financieras e inversores institucionales no residentes) quienes, lógicamente, únicamente están interesados en vender al BCE si pueden obtener una rentabilidad ajustada al riesgo sobre el crédito superior. Y a este respecto se ha de tener presente que, tratándose por ejemplo de bonos del Tesoro adquiridos durante el pico más agudo de la crisis financiera, esto es, en 2012 (etapa durante la cual el bono español a 10 años llegó a ofrecer un interés del 7%), dicha deuda pública continua siendo en la actualidad muy rentable para el conjunto de las entidades financieras. Debido a ello, uno de los eventuales riesgos a los que habría de hacer frente el BCE sería la ausencia de la profundidad suficiente en el mercado de deuda soberana europea como para poder completar el desarrollo del programa, máxime teniendo en cuenta la caída constante de las rentabilidades y la ausencia de nuevas emisiones.

Por otro lado, el hecho de que los bonos soberanos tengan todavía la consideración de activos libres de riesgo y no consuman capital incentiva todavía más, si cabe, su mantenimiento en cartera por parte de bancos y compañías de seguros, lo que podría llegar a dificultar las compras programadas por el BCE. No obstante, se ha de precisar a este respecto que, durante la primera semana de marzo de 2015, el Comité Europeo de Riesgos Sistémicos (European Systemic Risk Board) publicó un Informe en el que se hacía constar la conveniencia de empezar a considerar los bonos soberanos como activos con riesgo. A tal efecto, en el hipotético caso de que dichos bonos dejaran de tener la consideración de activos libres de riesgo y consumiesen capital, las entidades financieras podrían verse obligadas a vender buena parte de su cartera de bonos, al no tener ya un excedente de capital que les permita mantener aquellos.

De cualquier manera, hasta la fecha, el principal efecto sobre el mercado de deuda pública derivado de la implementación de este nuevo programa se ha concretado en el hecho de que, a resultas de las compras realizadas, se ha producido un encarecimiento de los bonos, lo que se refleja en una caída de sus tipos de interés. Este recorte de tipos en el mercado secundario se ha trasladado además a las nuevas emisiones de títulos, de modo que el coste medio de la deuda también ha bajado, haciendo más llevadero el pago de intereses a las arcas públicas. Con carácter general, el impacto más inmediato ha venido

El impacto más inmediato ha sido un desplazamiento de capital desde la renta fija a la renta variable, provocando la fuerte demanda de bonos subidas de precios que los hacen menos atractivos.

determinado por un desplazamiento de capital desde la renta fija a la renta variable, provocando la fuerte demanda de bonos subidas de precios que, indudablemente, los hacen menos atractivos.

Por otro lado, el programa de compra de bonos ha contribuido a inyectar más liquidez en los bancos, que poseen una amplia cartera de títulos públicos, lo que ha hecho caer el euríbor, provocando además un paulatino desplazamiento de la inversión desde la deuda soberana europea hacia la deuda corporativa, como elemento con el que favorecer y abaratar la financiación empresarial. Ello explicaría la inclusión por parte del BCE, dentro de su programa de compras, de la deuda pública con rentabilidad negativa. De cualquier manera el efecto más evidente del nuevo programa de compra de bonos lo constituye, sin lugar a dudas, la depreciación de la divisa europea.

En definitiva, con la compra masiva de bonos el BCE ha provocado inicialmente una bajada en la rentabilidad de los títulos de deuda más seguros, incrementando al mismo tiempo la liquidez de los bancos. Las entidades financieras logran beneficios en la operación, ya que compraron esos bonos –en muchos casos, con dinero prestado por el propio Banco Central– más baratos. El resultado final se concreta en el hecho de que el conjunto de las entidades financieras tienen más dinero disponible, más estímulos a apostar por activos con más riesgo, con mayor rentabilidad, ya se trate de títulos de deuda emitidos por empresas o de una mayor concesión de préstamos a empresas y familias. Y ello a pesar del elevado peso de la financiación bancaria frente al mercado en Europa.

Asimismo cabe esperar que termine produciéndose una menor presión sobre el ajuste presupuestario y una menor carga financiera por los intereses de la abultada deuda pública, incrementándose el consumo por la mayor facilidad crediticia y por el aumento de la renta disponible, al elevarse el empleo y aumentar igualmente la inversión, generándose con ello mayores expectativas de crecimiento.

En principio, el nuevo programa de compra de deuda pública soberana acometido por el BCE ha de contribuir a distribuir el riesgo. El incremento del balance del supervisor comunitario posibilita que el conjunto de los contribuyentes del resto de Estados de la eurozona queden expuestos al

riesgo fiscal que afecte al Estado emisor de dicha deuda soberana objeto de adquisición por el BCE. Ahora bien, *mutatis mutandis*, los tipos de interés de la deuda pública podrían caer todavía más, pudiendo llegar a producirse un contagio del citado efecto al resto de los tipos de interés de otros emisores. Con carácter adicional habría que tener presentes los costes de endeudamiento soberano y corporativo.

Al objeto de evitar el surgimiento de un riesgo crediticio, los valores en los que se han de focalizar con carácter preferente las compras habrían de ser los emitidos a corto plazo (precisamente los que ofrecen rentabilidades más bajas), lo que podría terminar limitando la eficacia de dichas compras. Todo ello sin perjuicio de reconocer también que, como ya se ha señalado, la implementación de estas compras masivas de bonos públicos pueden igualmente contribuir a estimular la economía (elevando las tasas de crecimiento potencial de la eurozona) y a incrementar la oferta monetaria y la inflación, tratándose además de una política con efectos positivos para la renta variable¹⁴ y, en definitiva, para abaratar los costes de financiación del sector público y privado.

En todo caso lo que parece indudable es que, a resultas de la implementación de este nuevo programa, se mantendrán durante un largo periodo de tiempo tipos de interés muy bajos, dependiendo del tipo de activo y de su vencimiento. Y ello a pesar de que la intervención del BCE se esté produciendo sobre toda la curva de tipos, desde el medio hasta el largo plazo, concretándose la intención del supervisor en comprar títulos en proporciones similares a lo largo de todas las curvas de

deuda como instrumento destinado a salvaguardar el principio de neutralidad, provocando una mínima injerencia en la formación de precios.

A resultas del PSPP se mantendrán durante largo tiempo tipos de interés muy bajos, dependiendo del tipo de activo y de su vencimiento, y ello a pesar de que la intervención del BCE se está produciendo sobre toda la curva de tipos para provocar una mínima injerencia en la formación de precios.

Desde nuestro punto de vista, la principal consecuencia derivada de lo anterior se está concretando ya en un exceso de demanda de este tipo de activos, a resultas de la cual tiene lugar un incremento de los precios y una subsiguiente bajada de las rentabilidades¹⁵. En este sentido, y como contrapartida, en el momento en que esta política de expansión cuantitativa finalice, produciéndose retiradas del mercado en bloque por parte del conjunto de los inversores, la consecuencia última podría llegar a ser una crisis de liquidez motivada por el desajuste de los precios.

Referencias

- BARLEY, R. (2015), "ECB's Risk-Sharing Riddle for Markets", *Wall Street Journal*, www.europe.wsj.com (consultada el 26 de enero de 2015).
- LÓPEZ MEDINA, N. (2014), "Tendremos QE en enero", *Diario Expansión*, www.expansion.com (consultada el 5 de diciembre de 2014).

¹⁴ De esta opinión se ha mostrado partidario López Medina (2014), quien defiende que "las compras de bonos, corporativos y soberanos, ayudarían a reducir la fragmentación del crédito en Europa mejorando las condiciones crediticias en la periferia, supondrían un claro incentivo para invertir en activos de riesgo y debilitarían al euro creando expectativas de subidas en la inflación. No se puede asegurar que todo ello se traduzca finalmente en crecimiento de la economía, puesto que no hay una relación directa entre el dinero inyectado y el consumo o la inversión".

¹⁵ A la finalización de la segunda semana del mes de abril de 2014, la rentabilidad media de los bonos a diez años en Alemania, Francia, Italia y España, valorada en función del tamaño de sus economías, había caído al 0,61%, del 1% registrado a principios del citado ejercicio. Y, mientras que a lo largo del ejercicio 2014 los rendimientos a diez años estaban en el 1,53%, a mediados del mes de abril de 2014 dichos rendimientos se situaban en una décima parte de la citada cifra, esto es, el 0,16%.