

Compras de deuda soberana y distribución del riesgo: implicaciones para la política monetaria de la zona del euro

Ángel Ubide*

El programa de compras de activos del Banco Central Europeo (BCE) ha sido todo un éxito y ha posibilitado una rápida mejora de las perspectivas macroeconómicas para la zona del euro. Sus efectos han sido especialmente favorables para España, al propiciar un descenso acusado en todos los plazos de la estructura temporal de tipos de interés, una caída de los tipos de los créditos aplicados por los bancos y un debilitamiento de la divisa, además de proteger a los activos españoles del contagio durante la reciente crisis griega. El resultado de todo ello ha sido la aceleración del crecimiento, facilitando la relajación de las políticas fiscales y conduciendo a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento. El diseño del programa suscitó algunas dudas sobre la posible escasez de bonos aptos para ser adquiridos y la probabilidad de registrar pérdidas en caso de ejecutar las compras a niveles de rendimientos muy bajos. El presente artículo argumenta que el diseño del programa es apropiado y coherente con las características del mercado de deuda de la zona del euro y que, en caso de ser necesario, el BCE podría fácilmente relajar algunas de las restricciones relativas a la admisibilidad de los activos. El programa generará probablemente beneficios, y los criterios de distribución del riesgo y contabilidad que prevé, junto con las capacidades de absorción de pérdidas del BCE, se antojan adecuados para sus riesgos potenciales. Si llegaran a producirse pérdidas, sería deseable una rápida recapitalización para mantener la credibilidad de la política monetaria y la independencia del BCE.

En su reunión del 22 de enero de 2015, el BCE anunció la ampliación de las compras de activos mediante un programa de compras de valores públicos calificados con grado de inversión

emitidos en euros por gobiernos y agencias de los Estados miembros, así como por instituciones europeas (EAPP, por sus siglas en inglés), el cual complementaba las medidas de política monetaria

* Senior Fellow, Peterson Institute for International Economics. Este artículo es una versión revisada y adaptada de una presentación ante el Consejo de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.

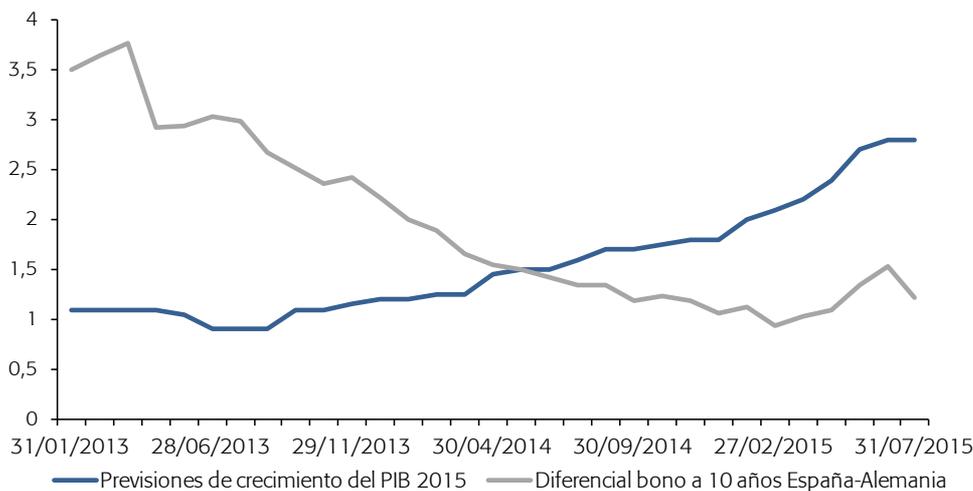
ya adoptadas en el segundo semestre de 2014, que comprendían las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO) y los programas de compras de activos privados (el programa de adquisiciones de bonos garantizados, o CBPP3, y el programa de compras de bonos de titulización de activos, o ABSPP). Todas estas decisiones pretendían abordar los riesgos crecientes de un periodo demasiado largo con tasas de inflación demasiado bajas. Las compras arrancaron en marzo, y su importe total, incluyendo valores del sector público y privado, ascenderá a 60.000 millones de euros al mes. Dichas compras de valores públicos y privados están destinadas a mantenerse hasta el final de septiembre de 2016 o, en cualquier caso, hasta que el BCE aprecie un ajuste sostenido en la trayectoria de la inflación coherente con su objetivo de alcanzar a medio plazo tasas de inflación inferiores, pero cercanas, al 2%. Existe una clara evidencia de que las medidas de política adoptadas han sido eficaces, pues las condiciones del mercado financiero y el coste de la financiación externa para el sector privado se han aliviado notablemente durante los últimos meses y las condiciones de financiación para las empresas y los hogares han mejorado de forma apreciable, con el consiguiente repunte en la demanda de crédito. Ello ha llevado a una revisión

al alza de las previsiones del consenso sobre crecimiento e inflación para la zona del euro, con efectos particularmente positivos para España, al traducirse en un brusco descenso de los tipos de interés en todos los plazos de la curva, una disminución de los tipos de financiación aplicados por los bancos y un debilitamiento de la moneda única. Esto ha espoleado la aceleración del crecimiento y de las expectativas de crecimiento (gráfico 1), ha permitido relajar las políticas en materia fiscal, y ha conducido a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento. Sin olvidar el decisivo papel que el programa ha jugado en contener el contagio y los efectos inducidos de la crisis griega sobre los diferenciales de los países periféricos.

El programa comprende bonos calificados con grado de inversión denominados en euros emitidos por los gobiernos centrales y agencias de la zona del euro, así como por instituciones internacionales y supranacionales ubicadas también en la eurozona. El BCE destinará un 88% de las compras totales a bonos de gobiernos centrales y agencias y el otro 12% a bonos de instituciones internacionales y supranacionales. Las compras de bonos de instituciones supranacionales e internacionales las realizarán ciertos bancos centrales nacionales (BCN) designados. El vencimiento residual de los

Gráfico 1

España: diferencial soberano frente a previsión de crecimiento



Fuente: Bloomberg.

bonos en el momento de la compra oscilará entre un mínimo de 2 años y un máximo de 30, y las compras se distribuirán a lo largo de este rango de vencimientos con un criterio neutral respecto al mercado, es decir, en una proporción que refleje el porcentaje de su importe nominal en circulación sobre el total. Las compras se asignarán a los emisores de los distintos países de acuerdo con su participación en el capital del BCE.

A fin de limitar la interferencia en el funcionamiento del mercado y de repartir mejor el riesgo entre los distintos BCN, el BCE introdujo una serie de restricciones en el programa: acordó aplicar un límite del 25% por cada emisión (consolidando las tenencias derivadas del programa para los mercados de valores (SMP) y otras carteras en poder de los bancos centrales del Eurosistema) para evitar obstruir la aplicación de las cláusulas de acción colectiva en el eventual caso de una reestructuración de deuda, pues podría interpretarse como financiación monetaria a los Estados. También decidió aplicar un límite del 33 % por emisor a fin de preservar el funcionamiento del mercado y evitar convertirse en acreedor dominante de ningún país¹. Estos límites porcentuales se aplican sobre los nominales, no sobre los valores de mercado. Asimismo, decidió excluir del universo de valores admisibles aquellos que coticen con rendimientos inferiores al tipo de interés que actualmente aplica a la facilidad de depósito (-0,2%), para evitar incurrir en pérdidas *ex ante* (a este respecto, véase lo expuesto más abajo).

Hasta el 30 de junio, el BCE había adquirido activos por valor de unos 300.000 millones de euros, con un vencimiento medio cercano a los 8 años. El ritmo de las compras se aceleró en mayo y junio en previsión de un frenazo durante los meses de verano, en los que la liquidez tiende a disminuir. El BCE ha comprado alrededor de 5.500 millones de euros/mes de bonos españoles, acorde con la clave de capital correspondiente a España en el BCE, con un vencimiento medio de unos 10 años.

¹ El BCE no puede ostentar más del 25% de un emisor si no ostenta más del 25% de algunas emisiones. Por consiguiente, la inclusión del límite del 33% por emisor vino motivada por el hecho de que, como resultado del programa SMP, el BCE ya posee en su balance más del 25% de algunas emisiones.

Criterios contables y distribución del riesgo

El BCE, en su contabilidad, presta especial atención al principio de prudencia. La aplicación de este principio se refiere particularmente al distinto tratamiento de las ganancias y las pérdidas no realizadas a efectos del reconocimiento de ingresos, y a la prohibición de compensar las pérdidas no realizadas en un activo con las ganancias no realizadas en otro. Las ganancias no realizadas se transfieren directamente a las cuentas de revalorización, mientras que las pérdidas no realizadas que excedan de los saldos de las cuentas de revalorización conexas se consideran gastos al final del ejercicio. Las pérdidas por deterioro se registran íntegramente en la cuenta de pérdidas y ganancias.

La distribución de los beneficios y asignación de las pérdidas del BCE sigue la regla siguiente: (1) a discreción del Consejo de Gobierno, puede transferirse al fondo de reserva general hasta el 20% de los beneficios netos de cada año, con un límite equivalente al 100 % del capital del BCE; (b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE (los BCN) en proporción a sus acciones desembolsadas. Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante su fondo de reserva general y, en caso necesario, previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente, en proporción y con el límite de las cantidades asignadas a los bancos centrales nacionales.

Dada la gran dimensión del programa EAPP, que se espera que alcance el 1,1 billones de euros hasta septiembre de 2016, y habida cuenta de las potenciales repercusiones cuasifiscales del programa en el supuesto de una reestructuración de la deuda, el BCE decidió adoptar un esquema específico de distribución del riesgo para el EAPP. De este modo, el 92% de los beneficios que se

obtengan de las compras de bonos de gobiernos y agencias será retenido por los BCN, y el 8% restante se distribuirá de acuerdo con la clave para la suscripción del capital del BCE. Por otro lado, los beneficios netos procedentes de las compras de bonos de instituciones supranacionales e internacionales, así como de los programas de activos del sector privado (CBPP3 y ABSPP), se distribuirán íntegramente en proporción a la participación en la clave de capital.

El cuadro 1 muestra los detalles del esquema de distribución del riesgo. Según estos cálculos, en torno al 17% de los beneficios netos obtenidos en el marco de los programas de compras de activos será objeto de reparto. El cuadro 2 ilustra el desglose previsto de las compras, expresado en miles de millones de euros y como porcentaje del PIB de cada país². Esto permite calcular las pérdidas que podrían derivarse en caso de una eventual reestructuración de la deuda. Imaginemos, en un caso extremo, que la deuda de los cuatro países que experimentaron tensiones durante la crisis (Italia, España, Portugal e Irlanda), se viera sujeta a una quita del 50% (la quita en la reestructuración griega fue del 53,5%). Esto se traduciría en unas pérdidas aproximadas de 140.000 millones de euros. Suponiendo la ausencia de merma alguna

en las compras de activos de instituciones europeas y en las realizadas en el marco de los programas CP/ABS, el esquema de distribución del riesgo implicaría unas pérdidas compartidas en torno a los 15.000 millones de euros. Obviamente, en ese caso, habría que suponer cierta ratio de impagos para el programa ABS/CP, que no tiene por qué ser elevada. La tasa histórica de impagos en el mercado de ABS europeo es muy baja, situándose tan solo en un 2% en los últimos 10 años (véase *Financial Times*, 2014), lo que implicaría unas pérdidas de unos 4.000 millones de euros. Como hipótesis de trabajo, podríamos aplicar la misma tasa histórica de impagos del mercado de ABS estadounidense, de alrededor del 20%. En ese escenario pesimista, una quita del 20% en el programa CP/ABS se traduciría en unas pérdidas totales compartidas de unos 38.000 millones de euros. En consecuencia, las pérdidas potenciales procedentes de los tres programas fluctuarían en un rango de 19.000 millones-53.000 millones de euros, es decir, entre un 0,2 y un 0,9% del PIB, dependiendo del país considerado.

En teoría, además de por una potencial reestructuración de la deuda, las pérdidas podrían venir provocadas por movimientos de valoración. En pura lógica, una cartera de bonos de deuda

Cuadro 1

Esquema de distribución del riesgo

	Ritmo previsto de compras		Distribución del riesgo	
	Mensual	Hasta sept. 2016	(%)	(Miles mill. €)
Bonos garantizados/ABS	10	190	100	190
EAPP	50	950	--	--
Instituciones europeas	6	114	100	114
Gobiernos centrales y agencias	44	836	8	67
<i>Gobiernos centrales</i>	42	798	8	64
<i>Agencias</i>	2	38	8	3
Total	60	1.140	17	190

Fuente: BCE.

² Algunos de los países más pequeños de la zona del euro alcanzarán el límite del 25% relativamente pronto, de modo que la cantidad mostrada de compras de bonos es menor de lo que sugeriría la distribución resultante de la clave de capital. En el caso de Grecia, se aplicaría el límite del 33%, con lo que su cuota es también más pequeña.

Cuadro 2

Distribución de pérdidas compartidas potenciales

	Asignación de compras (Miles mill. €)	PIB (Miles mill. €)	Compras / PIB (%)	19.000 Mill. pérdidas compartidas (Miles mill. €)	53.000 Mill. pérdidas compartidas (Miles mill. €)	19.000 Mill. pérdidas compartidas (% PIB)	53.000 Mill. pérdidas compartidas (% PIB)
Alemania	213	2.810	8	3,8	12,8	0,1	0,5
Francia	170	2.114	8	3,0	10,1	0,1	0,5
Italia	146	1.610	9	2,6	8,7	0,2	0,5
España	105	1.049	10	1,9	6,3	0,2	0,6
Países Bajos	48	643	7	0,9	2,8	0,1	0,4
Bélgica	29	395	7	0,5	1,8	0,1	0,4
Austria	23	323	7	0,4	1,4	0,1	0,4
Portugal	21	169	12	0,4	1,2	0,2	0,7
Finlandia	15	202	8	0,3	0,9	0,1	0,4
Irlanda	13	175	8	0,2	0,8	0,1	0,5
Estonia	3	19	16	0,0	0,1	0,2	0,7
Grecia	2	182	1	0,4	1,4	0,2	0,8
Chipre	2	18	13	0,0	0,1	0,2	0,6
Letonia	2	23	9	0,1	0,2	0,3	0,9
Lituania	1	35	3	0,1	0,3	0,2	0,8
Malta	1	8	13	0,0	0,0	0,2	0,6
Luxemburgo	3	45	7	0,0	0,1	0,1	0,3
Eslovenia	4	36	10	0,1	0,2	0,2	0,7
Eslovaquia	10	74	14	0,2	0,5	0,2	0,7

Fuente: BCE y elaboración propia.

pública adquiridos al amparo de un programa de expansión cuantitativa exitoso debería tener un valor *mark to market* previsto negativo, ya que, con su actuación, el Banco Central busca mejorar las perspectivas para el crecimiento y la inflación y devolver las expectativas de inflación al nivel deseado. Ello debería conducir a una apreciación de los activos de riesgo y, finalmente, a una subida de los rendimientos a largo plazo como reflejo de la mejora de las perspectivas nominales de crecimiento. Puesto que los precios de los bonos se mueven inversamente a los rendimientos, un programa de compras de bonos exitoso implicaría adquirir bonos de deuda pública a precios caros (o, lo que es lo mismo, cuando sus rendimientos son bajos) en la esperanza de que su precio bajará (y por tanto sus rendimientos subirán, o cuando menos se estabilizarán y dejarán de caer). Obsér-

vese que este razonamiento no funcionaría si los activos adquiridos fuesen activos de riesgo, pues en tal caso su adquisición por el Banco Central se produciría cuando cotizasen baratos, apreciándose con posterioridad si el programa da el resultado pretendido.

La probabilidad de incurrir en pérdidas *mark to market* aumenta conforme el rendimiento de un bono se acerca a cero. El precio de un bono depende de su vencimiento y del rendimiento por cupón y, dado que todos los activos susceptibles de adquirirse se emitieron con rendimientos por cupón positivos, los bonos que se adquieran en el mercado con rendimiento negativo arrojarán con toda certeza una pérdida de capital al llegar su expiración. No obstante, en la medida en que la adquisición del bono también genera un aumento

de reservas, y dichas reservas se "remuneran" al -0,2% (el BCE aplica un -0,2% sobre sus depósitos), el BCE garantiza la inexistencia de pérdidas ex ante siempre que los bonos se adquieran a niveles de rendimiento iguales o superiores al -0,2%.

El rendimiento ponderado de los bonos adquiridos por el BCE en el marco del programa EAPP entre marzo y mayo fue de alrededor del 0,6%. Si este fuese el rendimiento medio de todo el programa, compras de activos por importe de 1 billón de euros generarían un beneficio mínimo de unos 7.500 millones de euros.

Por otro lado, la normativa contable del BCE distingue entre los valores negociables mantenidos a efectos de política monetaria y otros valores. Los primeros se contabilizan a coste amortizado, minorado por las pérdidas por deterioro. El resto de valores negociables se valoran a coste amortizado si se tiene la intención de mantenerlos hasta su vencimiento, y en caso contrario se ajustan periódicamente a precio de mercado (*mark to market*). De este modo, los activos adquiridos en el marco de los programas EAPP, CBPP3 y ABSPP se valoran a coste amortizado y no correrán ningún riesgo de pérdidas *mark to market* hasta el momento de su venta. El BCE no ha desvelado todavía si su plan es vender estos activos en algún momento o bien mantenerlos hasta el vencimiento. La Reserva Federal ha anunciado su intención de mantener hasta el vencimiento los activos adquiridos en el contexto de sus programas de expansión cuantitativa, y cabe esperar que el BCE haga lo mismo ya que el tamaño de su balance no es un obstáculo para una eficaz conducción de la política monetaria.

Este criterio contable, junto con el probable mantenimiento hasta vencimiento de los activos comprados, implica que las pérdidas resultantes del programa de expansión cuantitativa del BCE

solo podrían provenir de un hipotético impago³. La restricción de no comprar valores con rendimientos inferiores al -0,2% garantiza que no se incurra en pérdidas por motivos de valoración; además, dado que el rendimiento ponderado de las compras se sitúa sustancialmente por encima del coste al que se financia el BCE del -0,2%, está garantizada la obtención de beneficios con el programa de Quantitative Easing (QE). A efectos ilustrativos, el rendimiento ponderado de los bonos adquiridos en el marco del programa EAPP entre marzo y mayo fue de alrededor del 0,6%. Si este fuese en el rendimiento medio de todo el programa, compras de activos por importe de 1 billón de euros generarían un beneficio mínimo de unos 7.500 millones de euros.

Ante un hipotético impago de los activos comprados por el BCE, su capacidad de absorción de pérdidas ascendía, al final de 2014, a unos 35.000 millones de euros. Cualquier pérdida, en caso de producirse, debería ponerse en el contexto de los beneficios generados por el programa y las grandes mejoras macroeconómicas que ha propiciado.

Por último, es importante aclarar que hay ocasiones en que el Banco Central incurre en pérdidas⁴, contando con colchones internos para absorber estas pérdidas potenciales. Por ejemplo, en 2003 y 2004, el BCE incurrió en significativas pérdidas en sus posiciones de divisas debido a la constante apreciación del euro (gráfico 2). El BCE cuenta con una capacidad de absorción de pérdidas que incluye capital, provisiones y cuentas de revalorización (véase gráfico 3). Las provisiones por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro se han acumulado para cubrir las pérdidas futuras realizadas y no realizadas, en particular las pérdidas por valoración no cubiertas por las cuentas de reva-

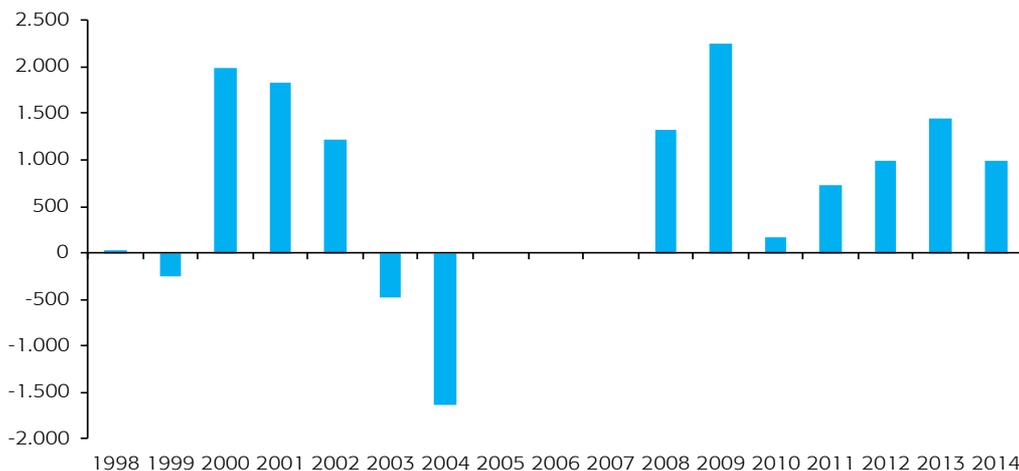
³ Un repunte muy abrupto de los tipos de interés a corto plazo también podría provocar pérdidas, pero es altamente improbable durante la vida del programa.

⁴ Para una discusión pomenorizada véase, por ejemplo, Dalton y Dziobek (2005).

Gráfico 2

Pérdidas y ganancias del BCE

(Millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

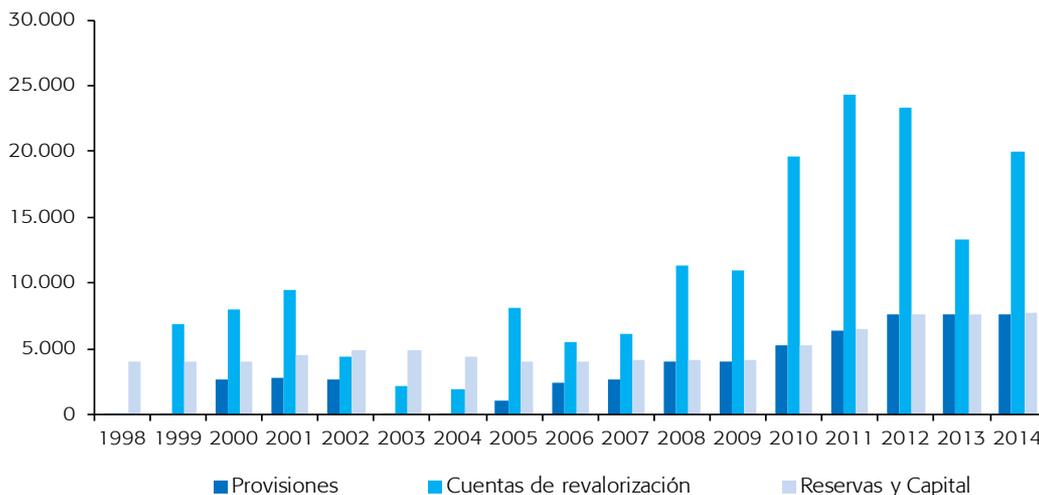
lorización. La provisión por riesgos se constituyó en 2000, y su importe se revisa anualmente en función de la evaluación sobre exposición a riesgos, sin que su saldo pueda superar el valor del capital desembolsado. En 2003 y 2004, el saldo de la provisión quedó mermado por las pérdidas incurridas, reponiéndose en años posteriores. Las

cuentas de revalorización tienen su origen en las plusvalías no realizadas sobre activos, pasivos e instrumentos contabilizados fuera del balance. El saldo de esta cuenta ha aumentado en paralelo al tamaño del balance del BCE, mostrando en estos momentos un importante superávit de 19.900 millones de euros.

Gráfico 3

Capacidad de absorción de pérdidas del BCE

(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

Al final de 2014, la capacidad total de absorción de pérdidas del BCE ascendía a unos 35.000 millones de euros. Cualquier pérdida futura derivada del programa EAPP tendría que ponerse en el contexto de los beneficios generados por el programa y las grandes mejoras macroeconómicas que ha propiciado⁵. Las previsiones de PIB para la eurozona en 2015 están revisándose continuamente al alza, fruto en parte del efecto positivo del programa de expansión cuantitativa; las expectativas de inflación se han movido al alza, acercándose a la definición de estabilidad de precios del BCE; y la reducción de la carga financiera por intereses en 2015, instrumentada gracias al descenso de los rendimientos de la deuda, equivale a unas 6 décimas del PIB. Como resultado de todo ello, las perspectivas fiscales para la zona del euro han mejorado.

En el caso de España, el impacto del programa de expansión cuantitativa del BCE ha sido especialmente positivo. El brusco descenso experimentado en los tipos de interés, el movimiento alcista del mercado bursátil y el retroceso del euro, en un momento en el que el sistema bancario había sido recapitalizado y ya no planteaba un obstáculo para el crecimiento, han sido importantes catalizadores de una aceleración del crecimiento en España. Debido al programa de QE del BCE, la flexibiliza-

ción de las políticas fiscales desde 2014, además de servir de revulsivo para el crecimiento, no ha tenido ninguna repercusión negativa sobre los tipos de interés a largo plazo ni sobre los *ratings* de la deuda soberana.

El mercado de deuda de la zona del euro

El valor nominal en circulación de la deuda emitida por los gobiernos de los Estados miembros de la zona del euro supera los 6,5 billones de euros. Si se tienen en cuenta las restricciones autoimpuestas por el BCE en cuanto a vencimientos, los valores admisibles, entre 2 y 30 años, representan un nominal total cercano a los 5 billones de euros. Debido a que muchos de estos bonos cotizan por encima de la par, el valor de mercado de los bonos admisibles está más cerca de los 6 billones de euros. Además, el nominal en circulación de los bonos admisibles de agencias e instituciones supranacionales europeas con vencimientos comprendidos entre 2 y 30 años ronda los 825.000 millones de euros.

El cuadro 3 muestra, para los principales países de la eurozona, el tamaño relativo del programa

Cuadro 3

Mercados de deuda de la zona del euro

(Valor nominal; miles de millones de euros)

	Total	2-30 años	Admisible (25%)	Agencias	2-30 años	Bonos+Agencias Total admisibles	Compras objetivo
Alemania	1.140	863	216	199.43	184.83	262	212.8
Francia	1.580	1.185	296	115.73	93.53	320	169.1
Italia	1.852	1.384	346	0	0	346	146.3
España	874	632	158	34.78	14.4	162	104.5
Países Bajos	350	288	72	0	0	72	47.5
Bélgica	357	280	70	0	0	70	28.5
Austria	215	180	45	0	0	45	22.8
Portugal	124	98	24	0	0	24	20.9
Finlandia	103	83	21	0	0	21	15.2
Irlanda	125	115	29	0	0	29	13.3

Fuente: Bloomberg.

⁵ Para una discusión detallada sobre la necesidad y el probable impacto del programa de QE del BCE, véase Ubide (2014).

del BCE frente a cada mercado nacional de deuda. Con un criterio de *stock* —es decir, en relación al *stock* total en circulación de bonos de la zona del euro— el programa de compras de activos del BCE es pequeño comparado con los adoptados por la Reserva Federal, el Banco de Japón o el Banco de Inglaterra, pero es agresivo en términos de *flujo*, pues se prevé que la cantidad adquirida mensualmente supere a la de la emisión neta (cuadro 4). Además, el tamaño es grande como porcentaje de

Además, la restricción de no comprar bonos con rendimientos inferiores al -0,2% tiene el potencial de reducir aún más el universo de bonos admisibles, pese a que la reciente subida de los rendimientos ha mitigado ese riesgo. En el mínimo reciente de los rendimientos alcanzado durante abril-mayo de 2015, más de un 7% de los bonos de la zona del euro cotizaban por debajo del -0,2%, afectando en concreto a los bonos de Alemania, Austria, Países Bajos y Finlandia.

Cuadro 4

Comparativa de los programas de compra de activos

(Porcentaje)

	QE/PIB	QE/stock total (%)	QE/emisión neta
Fed	22	15	28
BCE	12	9	189
BoJ	39	21	206
BoE	21	26	75

Fuente Bloomberg y elaboración propia.

los bonos alemanes, tanto en términos de *stock* como de emisión neta, pues la clave de capital otorga a los *bunds* una cuota desmesurada respecto al total de compras (cuadro 5). Esto ha suscitado preocupación sobre la capacidad del BCE para ejecutar el programa.

El programa de compra de activos del BCE es pequeño comparado con los adoptados por la Reserva Federal o el Banco de Japón, si se mide en relación con el stock total de bonos en circulación de la zona del euro; pero es agresivo en términos de flujo, pues se prevé que la cantidad adquirida mensualmente supere a la de la emisión neta.

Dos factores adicionales hacen que el programa de expansión cuantitativa del BCE difiera de los puestos en marcha por la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón, y ambos actúan en la dirección de presionar a la baja los rendimientos a largo plazo, aproximándolos a cero.

Cuadro 5

Compras estimadas mensuales BCE frente a emisión

(Miles de millones de euros)

	Compras BCE	Emisión bruta	Emisión neta	Emisión bruta - BCE	Emisión neta - BCE
Alemania	11,1	13,3	0,3	2,2	-10,8
Francia	8,8	17	7,1	8,2	-1,7
Italia	7,6	22,7	6,3	15,1	-1,3
España	5,5	11,9	4,7	6,4	-0,8
Países Bajos	2,5	4,2	1,1	1,7	-1,4
Bélgica	1,5	2,8	0,9	1,3	-0,6
Austria	1,2	1,6	0,5	0,4	-0,7
Portugal	1,1	1,9	1,4	0,8	0,3
Finlandia	0,8	0,8	0,7	0	-0,1
Irlanda	0,7	1,3	0,8	0,6	0,1
Total	40,8	77,5	23,8	36,7	-17

Fuentes: : BCE, Tesoros nacionales, JPM.

En primer lugar, la estructura de propiedad de las tenencias de deuda de la zona del euro contribuye a que haya más restricciones para las ventas por tenedores domésticos de gran tamaño, como compañías de seguros y fondos de pensiones, bancos nacionales y bancos centrales extranjeros. Además, la combinación de la QE y un tipo de interés negativo en la facilidad de depósito del BCE está empujando a los inversores a reorientar sus inversiones hacia el extremo largo de la curva. Esto tiene la ventaja de contribuir al rebalanceo de las carteras, pero también incrementa la probabilidad de activar la restricción del -0,2%.

El problema de la escasez de bonos

La expansión cuantitativa afecta a los tipos de interés a largo plazo a través de tres canales principales: (1) el efecto "señalización" de las expectativas de mercado respecto a los tipos de interés a corto plazo; (2) el efecto duración, por la vía de la reducción general de la prima de plazo en todos los vencimientos y activos; y (3) el efecto escasez, a través de la reducción de la prima de plazo de los activos concretos que se adquieren, debido a la reducción de la oferta local disponible⁶.

El efecto combinado de unos déficits fiscales más reducidos (y, por tanto, una menor emisión neta,

El efecto combinado de déficits públicos más reducidos, bajos rendimientos y los límites del BCE podrían exacerbar la escasez de bonos admisibles en algunos países, lo que ha despertado la inquietud de que el BCE pudiera no ser capaz de ejecutar íntegramente el programa.

bajos niveles de rendimientos y los límites del BCE podrían exacerbar la escasez de bonos admisibles en algunos países. Esto amplificaría el impacto positivo del programa de QE, pero también ha despertado la inquietud de que el BCE pudiera no ser capaz de ejecutar íntegramente el programa.

Debido a la conjunción de una menor emisión neta y un mayor porcentaje de bonos que cotizan cerca o, por momentos, por debajo del -0,2%, el mercado en el que el BCE podría toparse con más dificultades a la hora de alcanzar sus objetivos es el de los *bunds* alemanes.

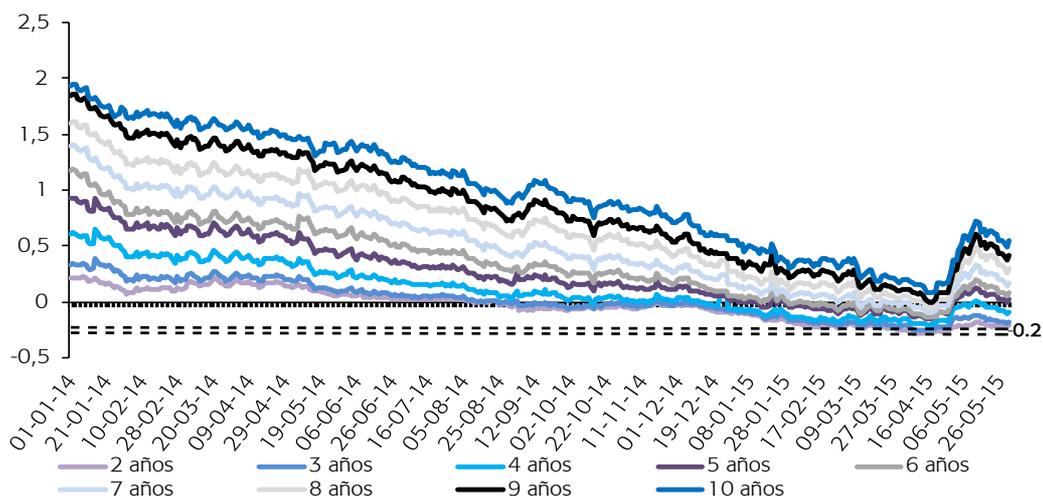
Teniendo en cuenta el tamaño del programa y la clave de capital, el objetivo es adquirir en torno a 210.000 millones en bonos alemanes hasta septiembre de 2016. El valor de mercado de los activos admisibles fluctúa en función de la cotización de mercado. El gráfico 4 muestra que, en los mínimos de los rendimientos a mediados de abril, los bonos con vencimientos hasta 4 años habían dejado de ser admisibles (sus rendimientos habían caído por debajo del -0,2%). Esto redujo la cartera de bonos alemanes disponibles hasta alrededor de los 225.000 millones, una vez tenidos en cuenta los límites sobre titularidad, dejando un colchón muy pequeño respecto al volumen de compras objetivo. Sin embargo, tras el reciente episodio de ventas masivas de bonos, todo el espectro de vencimientos del bono alemán es ahora admisible, aumentando así el tamaño del *pool* disponible de bonos hasta los 260.000 millones, muy por encima del objetivo de 210.000 millones. Además, el Bundesbank puede utilizar estas fluctuaciones del mercado para realizar compras oportunistas en tramos de la curva que podrían devenir inadmisibles de nuevo, a fin de paliar el potencial de escasez de bonos. De hecho, en mayo el Bundesbank aprovechó el repunte de los rendimientos para reducir ostensiblemente el vencimiento medio de sus compras, desde 8,1 años en marzo hasta 5,8 años en mayo. Por otro lado, el programa de préstamo de valores del Bundesbank también debería mitigar el problema de potencial escasez, al aliviar las preocupaciones de los bancos respecto al hecho de que al vender *bunds* al Bundesbank podrían quedarse sin colateral necesario para las operaciones de repo. En la actualidad, el programa de préstamo de valores está limitado a operaciones a un día, pero está prevista su próxima ampliación para incluir también los plazos de una semana y un mes.

⁶ Lo que remite a la literatura sobre *preferred habitat*, véase Vayanos y Vila (2009).

Gráfico 4

Bonos del Gobierno alemán

(Rendimiento, en porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo.

Con el tiempo, el problema de la escasez podría afectar a otros países y volverse más acuciante si las compras se mantienen más allá de septiembre de 2016. En el caso de Grecia, el BCE ya posee más del 33% de sus bonos, por lo que sería incapaz de adquirir nuevos bonos griegos (asumiendo que se cumplan otras condiciones, como la participación en un programa de asistencia financiera) hasta, como pronto, agosto de 2015, cuando vencen algunas de sus tenencias de deuda griega. En muchos de los países más pequeños de la zona del euro, el límite del 25% por emisión podría alcanzarse mucho antes de septiembre de 2016 y, en el caso de Portugal, en diciembre de 2016. En cuanto a los países grandes, el momento en que se alcance dicho límite dependerá del nivel de los rendimientos. En el caso de España, es improbable que suceda antes de final de 2016. En cuanto a Alemania, si no se activa antes la restricción del -0,2%, el límite del 25% se alcanzaría a finales de 2017.

Para mitigar estas restricciones de escasez, el BCE podría modificar las reglas del programa. Por ejemplo, el universo de emisores admisibles podría ampliarse para incluir la deuda emitida por otras agencias alemanas, o incluso por los estados federados o *länder*: El BCE ha anunciado

que, una vez transcurridos seis meses, someterá a revisión el límite del 25% respecto a emisiones individuales, y podría elevarlo si fuera necesario, por ejemplo en el caso de las emisiones con muy bajo riesgo (aquellas con calificación AA o AAA) o que no incluyan cláusulas de acción colectiva. El BCE también podría cambiar el criterio de asignación de las compras, pasando de ponderarlas según la clave de capital a hacerlo por el mercado, lo que además de ser más eficiente, permitiría transferir parte de la asignación del Bundesbank a otros BCN.

¿Es importante el capital de los bancos centrales?

Hemos descrito cómo el esquema de distribución del riesgo, las políticas y normas contables y la capacidad de absorción de pérdidas del BCE, así como la estructura del mercado de deuda de la zona del euro, constituyen un armazón sólido sobre el que sustentar un programa de expansión cuantitativa de éxito no generador de pérdidas (en ausencia de un *shock* imprevisto) que pudieran erosionar el capital del BCE. Pero incluso si eso ocurriera, no debería resultar un impedimento

para la operatividad del BCE. De hecho, tal vez el capital no sea el mejor instrumento para evaluar la solvencia de un Banco Central.

Los bancos centrales no son bancos comerciales. Un banco central no actúa guiado por la maximización de los beneficios, sino del bienestar nacional. En consecuencia, su éxito financiero resulta un indicador incompleto, y en muchos casos erróneo, de su éxito real. El banco central siempre puede emitir dinero para obtener ingresos por señoreaje y pagar sus deudas, y no puede ser declarado en quiebra por un juez. No requiere capital para cubrir los costes de lanzamiento de su actividad, ni para obtener financiación en los mercados (a menos que tenga que endeudarse en una divisa extranjera). En definitiva, los bancos centrales no precisan de capital para operar.

Sin embargo, hay abundante evidencia empírica, en su mayoría referida a los países menos desarrollados (véase Stella, 1997; Ize, 2005; Schoebert, 2008; Stella y Lonnberg, 2008), que apunta a una correlación negativa entre la evolución de la inflación y la solidez financiera de los bancos centrales. Ello ha llevado a la opinión de que los bancos centrales necesitan cierto nivel de capital para alcanzar sus objetivos de política monetaria. Esta es una cuestión que merece ser explorada, pues las explicaciones sobre la relación causal entre ambas variables, y la naturaleza exacta de la misma, no han sido precisadas del todo. En su versión más sencilla, un banco central obtiene una rentabilidad por sus actividades de política monetaria, por sus activos y por la emisión de base monetaria (billetes y reservas), e incurre en gastos de funcionamiento. Así que, en principio, un banco central generará beneficios de forma recurrente mientras haya terceros dispuestos a financiar el pasivo del banco central a un coste cero y mientras la base monetaria crezca al menos al mismo ritmo que los gastos operativos.

Por lo tanto, en la mayoría de los escenarios macroeconómicos y estructuras de balance del banco central, un *shock* temporal provocador de

pérdidas (debido a que los gastos de funcionamiento exceden de los ingresos operativos, o como consecuencia de pérdidas netas por valoración) que resultasen en un capital negativo siempre sería revertido a medio plazo, y el banco central retornaría a una situación de beneficios y de capital positivo. Ahora bien, en teoría, caben dos posibles excepciones: que la economía caiga en una trampa deflacionaria persistente, donde el ritmo de crecimiento de los billetes se sitúe por debajo del ritmo de crecimiento de los gastos operativos; y que la demanda de billetes crezca a un menor ritmo que los tipos de interés nominales (véase Bindseil, Manzanares y Weller, 2004).

Pero incluso una perspectiva de rentabilidad negativa a largo plazo no tiene por qué negar la posibilidad de una política monetaria eficaz⁷. Para que eso suceda, se precisa que exista una relación entre el capital del banco central y otros factores institucionales, como su credibilidad o independencia. En este sentido, un banco central nunca tendrá garantizada su independencia institucional frente a cualquier eventualidad, por muy estrictos que sean los esquemas legales. Así, una modificación del régimen cambiario, como una dolarización, podría menoscabar la solvencia del banco central. O, más importante, ningún Gobierno del mundo puede impedir a los gobiernos futuros modificar la ley que rige al Banco Central o abolir su potestad exclusiva de emitir moneda de curso legal.

Desde una perspectiva conceptual, un parámetro más adecuado que el capital para evaluar la solvencia de un Banco central sería el patrimonio neto o solidez financiera (Stella, 1997). El patrimonio neto tiene en cuenta el «valor de franquicia» del banco central –su monopolio para la emisión de dinero y el derecho a imponer coeficientes de caja a los bancos comerciales– y sus obligaciones fuera de balance, como la posible necesidad de rescatar entidades durante una crisis o defender un régimen cambiario. El patrimonio neto dependerá de las funciones sobre las que el banco central tenga conferida una responsabilidad independiente, y variará a lo largo del tiempo. Por lo tanto, el tamaño

⁷ Por ejemplo, el Banco Central de Chile incurrió en pérdidas significativas durante la década de los 1990 debido a las actividades de esterilización de reservas y recapitalización bancaria, y registró un patrimonio neto negativo hasta 1997.

óptimo del capital del banco central diferirá de un país a otro y dependerá de su exposición al riesgo (de tipo de cambio, tipo de interés y crédito), los esquemas de reparto de beneficios y los criterios contables aplicados, la solidez institucional y sus responsabilidades durante las crisis. Cuanto mayor sea la exposición al riesgo y las responsabilidades asumidas durante las crisis, y cuanto más débil sea la solidez institucional y el reparto de beneficios, mayores colchones de capital estará obligado a acumular el banco central en épocas de bonanza.

Aunque los bancos centrales pueden operar con niveles de capital persistentemente negativos, ello podría generar incentivos perversos con el tiempo. Por el lado del propio organismo emisor, un Banco central en pérdidas podría intentar restablecer su rentabilidad relajando la política monetaria a fin de acelerar la demanda de billetes, algo que podría atentar contra su objetivo de estabilidad de precios. Esto es lo que Stella y Lonnberg (2008) definieron como *policy insolvency* (insolvencia ligada a las políticas). Por el lado de la Administración central, el Gobierno puede sentir la tentación de imponer condiciones a la recapitalización que pongan en peligro la credibilidad y la independencia de la política monetaria, dando como resultado la dominancia fiscal.

Así pues, una de las condiciones para la credibilidad de un banco central consiste en contar con un patrimonio neto (su flujo futuro de beneficios) positivo, al margen de si los beneficios actuales y el capital son positivos, y los esquemas de recapitalización deben hacer hincapié en un rápido restablecimiento de los recursos propios. La mayoría de las leyes modernas sobre bancos centrales requieren que, en caso de incurrir en capital negativo, el Gobierno emita al banco central valores de deuda a tipos de interés de mercado para restaurar sus niveles de capital y aportarle un flujo constante de ingresos de magnitud suficiente para cubrir los gastos de funcionamiento, reduciendo de ese modo la probabilidad de nuevas pérdidas operativas. Una regla 100 por 100 automática y creíble de recapitalización del banco central por parte del gobierno en caso de pérdidas puede considerarse un sustituto de un nivel positivo de capital. Pero como tales reglas son difíciles

de implementar en la práctica, contar con niveles positivos de capital sigue siendo una herramienta clave para garantizar la máxima concentración de unos bancos centrales independientes en el cumplimiento de su mandato.

Este vínculo entre patrimonio neto y credibilidad se ha tornado aún más crítico a medida que los bancos centrales iban alcanzando el límite inferior de tipos de interés (*zero lower bound*, ZLB) e iban teniendo que recurrir a herramientas alternativas, altamente dependientes de su capacidad para hacer todo lo que sea preciso (*whatever it takes*) durante todo el tiempo que sea necesario, como la QE o la intervención en el mercado de divisas. Si los participantes del mercado albergan dudas sobre la determinación del banco central dada su reticencia a incurrir en pérdidas (como sucedió recientemente con el Banco Nacional de Suiza y su suelo de tipo de cambio), la política podría fracasar. En consecuencia, podría afirmarse que los bancos centrales deberían contar con superiores niveles de capital (o esquemas de recapitalización más fuertes) conforme aumente el riesgo de alcanzar el ZLB. Esto crea un compromiso o *trade-off* entre un objetivo de inflación más bajo (que aumenta las probabilidades de alcanzar el ZLB) y el nivel de capital. Por otro lado, la deseabilidad de disponer de niveles de capital superiores debe ser modulada por los mayores requerimientos democráticos necesarios para implementar actividades cuasifiscales. Hay argumentos sólidos a favor de mantener el capital de los bancos centrales en niveles mínimos, de modo que cualquier actuación del banco central que eleve los riesgos por encima de los niveles normales se someta a una rendición de cuentas democrática, y no surja de la decisión de un órgano autónomo. Esta es la filosofía que inspira la estrategia del Banco de Inglaterra (BoE), donde cada fase del programa de compras de activos del BoE contó con la autorización específica del *Chancellor* (ministro de finanzas).

Conclusión

El programa de compras de activos del BCE ha resultado todo un éxito desde el punto de vista

macroeconómico, al propiciar un aumento de las expectativas de inflación, una revalorización de los precios de los activos y una mejora de las perspectivas de crecimiento. Se ha revelado particularmente positivo para España, al instrumentar un brusco descenso de los rendimientos a lo largo de toda la estructura temporal, unos menores tipos de los préstamos aplicados por los bancos y un debilitamiento de la divisa, todo ello a la vez que protegía a los activos españoles del contagio durante la reciente crisis griega. Dicha confluencia de factores ha sido el catalizador de una aceleración del crecimiento, facilitando la relajación de las políticas fiscales y conduciendo a una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento.

El programa se ha calibrado tomando como referencia la clave de capital del BCE y se espera que las compras asciendan a algo más de 100.000 millones de euros de bonos españoles, lo que equivale a un 10% de España y es similar en magnitud a la emisión neta de deuda pública española durante la vida del programa. La utilización de la clave de capital implica que las compras de bonos emitidos por el Gobierno alemán son desproporcionadas respecto a su cuota en el *stock* total de valores de deuda pública existentes en el mercado. Esto ha suscitado la preocupación de que tal vez no existan suficientes bonos disponibles para la compra.

Uno de los mecanismos de transmisión de la expansión cuantitativa es la reducción de la prima de plazo a través del denominado efecto escasez. En consecuencia, la creación de escasez es un desarrollo positivo que incentivará el rebalanceo de carteras y el impacto del programa sobre la economía. El actual diseño debería tener éxito en su implementación, aunque las restricciones impuestas por el BCE en cuanto a la admisibilidad de los bonos podrían condicionar en la práctica a Alemania en el supuesto de que los rendimientos descendieran abruptamente desde los niveles actuales, o si debiera prorrogarse el programa más allá de septiembre de 2016. En tal caso, el BCE podría fácilmente modificar las reglas para ser capaz de relajar la política monetaria tanto como sea necesario. Las restricciones no deberían condicionar en

la práctica a los bonos españoles al menos hasta el final de 2016.

El programa de compra de activos del BCE ha resultado todo un éxito desde el punto de vista macroeconómico y se ha revelado particularmente positivo para España.

En la mayoría de los escenarios, el programa de compras de activos debería generar beneficios. La restricción de no adquirir bonos con rendimientos inferiores al -0,2% garantiza que no se produzcan pérdidas por valoración *ex ante* y, en caso de mantenimiento hasta el vencimiento de los bonos adquiridos, las normas contables del BCE impiden que se incurra en pérdidas *mark to market*.

La capacidad de absorción de pérdidas del BCE y la distribución del riesgo limitan la cuantía de las pérdidas que serían objeto de asunción compartida entre los países en caso de impago. Aun en el caso extremo de una reestructuración de la deuda en varios países que fuera similar en tamaño y alcance a la de Grecia en 2012, las pérdidas y las necesidades potenciales de recapitalización del BCE serían reducidas. Si bien los Bancos centrales pueden operar con capital negativo, de producirse pérdidas, una rápida recapitalización sería deseable para mantener la credibilidad de la política monetaria y la independencia del Banco Central Europeo.

Referencias

- BINDSEIL, U.; MANZANARES, A., y B. WELLER (2004), "The Role of Central Bank Capital Revisited", *ECB Working Paper*, 392.
- Dalton, J., y C. Dziobek (2005), "Central Bank Loses and Experiences in Selected Countries", *IMF Working Paper*, 07/72.
- IZE, A. (2005), "Capitalizing Central Banks: a new worth approach", *IMF Working Paper*, 5/15.

- FINANCIAL TIMES (2014), (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7d9d25f0-4729-11e4-ba74-00144feab7de.html#axzz3ZxCxft5W>).
- MARTÍNEZ RESANO, J.R. (2004), "Central Bank Financial Independence", *Occasional Paper* 0401, Banco de España.
- SHOEBERT, F. (2008), "Why do Central Banks make losses?", *Central Banking*, febrero.
- STELLA, P. (1997), "Do Central Banks Need Capital?", *IMF Working Paper*, 97/83.
- STELLA, P., y S. FRANK (2008), "Issues in Central Bank Finance and Independence", *IMF Working Paper*, 8/37.
- UBIDE, A. (2014), "The ECB must act aggressively to restore price stability in the euro area", en Posen, A. and A. Ubide (eds.), *Rebuilding Europe's Common Future: Combining Growth and Reform in the Euro Area*, PIIE Briefing 14-5.
- VAYANOS, D., y J.L. VILA (2009), "A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates." *NBER Working Paper*, 15487.