

## FOCUS · ¿Puede el BCE ampliar fácilmente el programa de compra de deuda pública?

El 21 de enero, casi un año después de anunciar el lanzamiento de su programa de compra de deuda pública (QE), el BCE dejó entrever la posibilidad de implementar más estímulos para cumplir con su objetivo de inflación. Sin embargo, la perspectiva de una versión ampliada del QE despierta dudas sobre la capacidad de la institución de adquirir un volumen de deuda mayor del que ya está previsto en la actualidad.

Inicialmente, el programa preveía compras de deuda pública nacional y de entidades supranacionales (como el Banco Europeo de Inversiones) por valor de 50.000 millones de euros al mes entre marzo de 2015 y, al menos, septiembre de 2016 (de estos 50.000 millones, 44.000 corresponden a deuda pública nacional). Este programa de compra de deuda pública vino a complementar el de compra de titulizaciones y cédulas bancarias vigente desde septiembre de 2014 (cuyo importe representa alrededor de 10.000 millones de euros al mes). En diciembre del año pasado, se anunció que las compras se prolongarían, como mínimo, hasta marzo de 2017 y que se complementarían con la reinversión de los bonos que fueran venciendo. Como la deuda que adquiere el BCE tiene unos vencimientos mínimos de dos años, estas operaciones de reinversión no comenzarán a hacerse efectivas hasta marzo de 2017 (cuando tendrán lugar los primeros vencimientos).

Durante 2015, en respuesta a una incipiente preocupación por una posible escasez de bonos elegibles para el QE, el BCE realizó varios ajustes. En julio, amplió la lista de agencias nacionales cuyos bonos son elegibles. En septiembre, incrementó del 25% al 33% el límite de bonos que puede adquirir de una sola referencia (siempre que su posición no sea capaz de bloquear un proceso de reestructuración de deuda). Y, en diciembre, incluyó deuda regional y local en el programa. Además, la decisión de recortar la remuneración de la facilidad de depósito del  $-0,20\%$  al  $-0,30\%$  también supuso una ampliación del volumen de deuda elegible, ya que añadió los bonos cuyo rendimiento se sitúa dentro de este intervalo (aunque este efecto se vio limitado por la disminución de rentabilidades que provocó este recorte de tipos).

Con estos cambios, el BCE podrá implementar el QE en sus términos actuales hasta aproximadamente marzo de 2017, momento en el que comenzarían a ser efectivas algunas de las restricciones del programa. En concreto, se estima que, para entonces, comenzaría a no haber suficiente deuda alemana elegible para cubrir las compras previstas. Estas restricciones empezarán a ser efectivas antes de finales de este mismo año si el BCE decidiera aumentar el volumen de compras del QE en, por ejemplo, 20.000 millones de euros a partir de marzo de 2016.<sup>1</sup>

Más allá de la cuestión de la cantidad de bonos elegibles en circulación, las condiciones actuales del mercado y la reticencia de algunos inversores a vender este tipo de activos también pueden dificultar una ampliación significativa del QE. Por ejemplo, el volumen de compras de deuda alemana, francesa o española contemplado bajo el QE ya supera las emisiones netas de deuda previstas en los próximos trimestres (véase la tabla). Esto implica que otros inversores deberán reducir sus posiciones en estos activos para venderlos al BCE. No obstante, algunas instituciones, como las aseguradoras, tienen incentivos limitados para hacerlo, principalmente por motivos regulatorios o de liquidez. Además, otros inversores también pueden ser reticentes a desprenderse de deuda pública si el contexto de aversión al riesgo se prolonga. Por otra parte, el mercado de titulizaciones y cédulas hipotecarias tampoco parece lo suficientemente profundo como para llevar a cabo una ampliación significativa del ritmo de compra.

En definitiva, el BCE no parece disponer de un amplio margen de maniobra bajo las condiciones actuales del QE. Así pues, su expansión requeriría ajustar algunas reglas del programa para incluir, por ejemplo, deuda corporativa o bancaria o poder adquirir deuda de acuerdo al *stock* existente en cada país (y no, como está establecido actualmente, en proporción a la clave de capital de cada país miembro en el BCE). Se trataría de medidas políticamente sensibles y, por lo tanto, no serían sencillas de tomar. Más si cabe cuando no existe una gran unanimidad en torno a la necesidad de ampliar el QE, a la vista de los rendimientos decrecientes de las políticas cuantitativas y sus posibles efectos adversos.

### Emisiones de deuda elegible y compras previstas del BCE en 2016

(Miles de millones de euros)

	Emisiones brutas de deuda	Emisiones netas de deuda	Compras previstas por el BCE
Alemania	159	-9	109
Francia	187	43	92
Italia	270	106	88
España	140	50	62
Países Bajos	48	3	25
Bélgica	33	2	18
Austria	17	1	14
Portugal	13	7	13
Finlandia	12	7	9
Irlanda	14	9	8

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. Véase Claeys, G. y Leandro, A. (2015), «The European Central Bank's quantitative easing programme: limits and risks», Policy Contribution 2016/02.