Siglas para ampliar un balance

¿Cómo puede el BCE aumentar su balance hasta el billón de euros tal como ha anunciado?

Hace un año señalábamos que uno de los principales factores de riesgo era la finalización de la política monetaria no convencional de la Reserva Federal, esto es, del *Quantitative Easing* (QE). Se puede definir QE como la compra a vencimiento de instrumentos de renta fija por parte de un banco central financiada con la creación de base monetaria. De esta forma, el QE provoca una ampliación de su balance: el activo se hace mayor por esa tenencia de bonos, y el pasivo por la deuda que supone la creación de base monetaria.

Como es sabido, los bancos centrales también compran bonos en la instrumentación más tradicional de su política monetaria, pero esta adquisición es en repo, esto es, con un pacto de venta. La gran diferencia entre el QE y las operaciones de financiación tradicionales de un banco central es que en el QE las compras son a vencimiento (*outright*), es decir, el banco central asume el papel de inversor.

Lo que hace con las operaciones repo es prestar dinero a los bancos y, normalmente, sólo por el importe que supone el coeficiente de caja. En el caso del área euro este es desde finales de 2011, del 1% (antes, del 2%) y con él, el BCE crea un déficit estructural de liquidez de algo más de 100.000 millones de euros que satisface mediante las subastas semanales o MRO (*Main Refinancing Operations*). Todos los martes, el BCE desarrolla estas operaciones de financiación mediante las cuales compra instrumentos de renta fija a los bancos con el pacto de vendérselos una semana más tarde. En definitiva, es un préstamo que tiene como garantía una serie de instrumentos de renta fija. Por esta financiación el BCE cobra un tipo de interés que es, precisamente, el tipo de referencia del BCE, ahora en el 0,05%. Además de la inyección de liquidez a una semana, desde su creación el BCE presta a 3 meses (también mediante operativa repo y subasta competitiva) en las denominadas LTRO (*Long Term Refinancing Operations*).

Una de las transformaciones que han sufrido la LTRO durante la crisis fue la ampliación de su vencimiento. El BCE ha desarrollado LTRO con vencimiento a 6 y 12 meses (también a un mes), así como a 3 años. Estas son las denominadas VLTRO. El BCE desarrolló dos. Una en diciembre de 2011 y la otra en marzo de 2012 mediante las que inyectó más de un billón de euros. Es de-

David Cano es socio de Afi y director general de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

cir, el BCE compró a las entidades crediticias bonos con el pacto de revendérselos 3 años después por un importe de un billón de euros, de tal forma que su balance se incrementó en esa cantidad, llegando a alcanzar los 3 billones. ¿Por qué ha ido reduciéndose su tamaño desde entonces? Porque los bancos han ido devolviendo gradualmente parte de esa financiación captada en las VLTRO. Hoy siguen vivos aproximadamente 250.000 millones de euros, que se reducirán a cero el próximo 29 de enero y 26 de febrero.

Por lo tanto, si el BCE no hiciera nuevas operaciones de financiación, el tamaño del balance del BCE se reduciría en 250.000 millones de euros a finales de febrero, situándose así en cotas muy parecidas a las del inicio de la crisis. ¿Cómo puede entonces aumentarlo hasta el billón tal como ha anunciado?

Por un lado, mediante las TLTRO que se diferencian de las LTRO y de las VLTRO en que su plazo es mayor (4 años) y en que la petición por parte de las entidades está condicionada a que éstas aumenten el crédito a la «economía real». Con las dos TLTRO el BCE ha inyectado 210.000 millones de euros, es decir, *grosso modo*, lo que va a vencer con las VLTRO. Es cierto que a lo largo de los próximos meses se van a desarrollar 6 TLTRO más, pero no se puede esperar una inyección que supere los 200.000 millones de EUR. ¿Cómo puede entonces ampliar el balance de forma neta?

Mediante un auténtico QE, es decir, mediante la compra de instrumentos de renta fija. Esto ya sucedió con los programas CBPP1 y el CBPP2, mediante los que el BCE ha comprado 76.400 millones de euros de *Covered Bonds*. Ha sido el programa SMP con el que más activos compró, en concreto, 210.000 millones de euros de deuda pública de Italia (99.000), España (44.000), Grecia (31.000), Portugal (22.000) e Irlanda (14.000). El saldo actual de estos tres programas es de 185.000 millones de euros, tras haber vencido bonos por importe de 100.000 millones de euros. Sin tener datos exactos sobre la composición de estos tres programas, resulta sensato pensar que anualmente pueden vencer del orden de 40.000 millones de euros. En definitiva, si el BCE no adquiriera más bonos, su balance se reduciría en 2015 en unos 40.000 millones, pero lo que pretende es incrementarlo. Para ello ha puesto en marcha la tercera edición del CBPP3, así como un programa nuevo, el ABSPP con el que amplía el rango de bonos a adquirir a los *Asset-Backed Securities* (ABS). El problema es que dado el tamaño de estos segmentos de renta fija, no se puede esperar compras por importe superior a los 300.000 millones de euros.

En conclusión, el BCE inyecta (o ha inyectado) liquidez a los bancos mediante las MRO (a una semana, vigentes), las LTRO (a 3 meses, vigentes), las VLTRO (a 3 años, ya no están operativas) y las TLTRO (a 4 años; se producirán 6 subasta más en adelante). Con todas estas operaciones aumenta su balance si bien, a futuro, no podemos esperar que lo pueda hacer por una elevada cuantía. Para ello debe adquirir a vencimiento activos de renta fija, es decir, debe impulsar el QE. El BCE adquiere (o ha adquirido) a vencimiento instrumentos de renta fija con el CBPP1, CBPP2 y CBPP3 (sólo está operativo el tercero), el SMP (finalizado) y el ABSPP. Con todas estas medidas no es factible que aumente su balance en más de 500.000 millones de euros. Si tiene la intención de incrementarlo en un billón deberá anunciar nuevos programas que podrían estar centrados en renta fija privada y, especialmente, en deuda pública ::

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja