MIRAI

mat

# Medidas de Europa contra el Covid-19

# Contenido

1. Contexto económico actual ..... 3
2. Medidas adoptadas para contrarrestar el impacto del Covid-19 ..... 4
3. Programas de compras para garantizar la liquidez del mercado ..... 8
4. Diferencias entre el PEPP y el PAA ..... 13
5. Conclusiones sobre las medidas adoptadas ..... 14

# 1 Contexto económico actual

Aunque aún se investiga el origen[1] de este nuevo coronavirus que está acechando a la población mundial, la primera notificación oficial de las autoridades chinas a la OMS[2] se realizó el 31 de diciembre del pasado año. Desde ese momento, el número de contagiados no ha parado de aumentar y ya ha llegado a casi todos los países del planeta.

Más allá del evidente problema sanitario que supone esta enfermedad, los gobiernos de los diferentes países se están enfrentando a la dicotomía de tener que frenar el ritmo de contagiados -y fallecidos- para no colapsar sus sistemas sanitarios, a la vez que tratan de acotar el enorme impacto económico y financiero que puede suponer el parón de toda o buena parte de la actividad económica durante un plazo aún indeterminado de tiempo.

No se trata, por tanto, de un shock a nivel nacional sino internacional ya que, además del freno de las actividades nacionales, son muchos los gobiernos que han establecido severas restricciones al movimiento de personas y mercancías.

A las estimaciones que realizan cada uno de los agentes económicos hay que añadirles el enorme grado de incertidumbre que supone una crisis como esta, sin precedentes claros y cuyo verdadero alcance aún se desconoce[3].

Ante esta situación los bancos centrales de todo el mundo también juegan un papel importante. Casi todos ellos ya han acometido o han anunciado medidas, en su mayoría relacionadas con el recorte de los tipos de interés de referencia y con cuantiosas inyecciones de liquidez. Así, por ejemplo, algunos países como Estados Unidos, Noruega o Reino Unido han reducido sus tipos de interés de referencia hasta en dos ocasiones durante el mes de marzo[4]. Por el lado de la liquidez, las medidas más significativas han llegado de la mano de la Fed que se ha comprometido a inyectar hasta un billón[5] de dólares a través de préstamos de corto plazo, entre otras medidas.

Mientras tanto, en Europa, hasta la fecha la región más afectada en número de contagiados y fallecidos por el Covid-19[6], a las medidas interpuestas por cada uno de los gobiernos a nivel nacional se une la acción de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y del Banco Central Europeo (BCE) que ha anunciado varias medidas, entre ellas un programa temporal de compra de activos por la emergencia causada por la pandemia de Covid-19. En este documento trataremos de arrojar claridad sobre estas nuevas medidas y sus condiciones.

> El enorme grado de incertidumbre que supone una crisis como esta, sin precedentes claros y cuyo verdadero alcance aún se desconoce

1 *La OMS y las fuentes oficiales chinas lo datan el 8 de diciembre, mientra la revista médica The Lancet asegura que fue el 1 de diciembre. Por su parte, el South China Morning Post dice que el primer contagio conocido hasta la fecha fue el 17 de noviembre.*

2 *Organización Mundial de la Salud.*

3 *Los países más afectados actualmente se encuentran entre los más ricos del mundo pero se desconoce el impacto que pueda tener una crisis sanitaria como esta en regiones con menores recursos como África o Latinoamérica.*

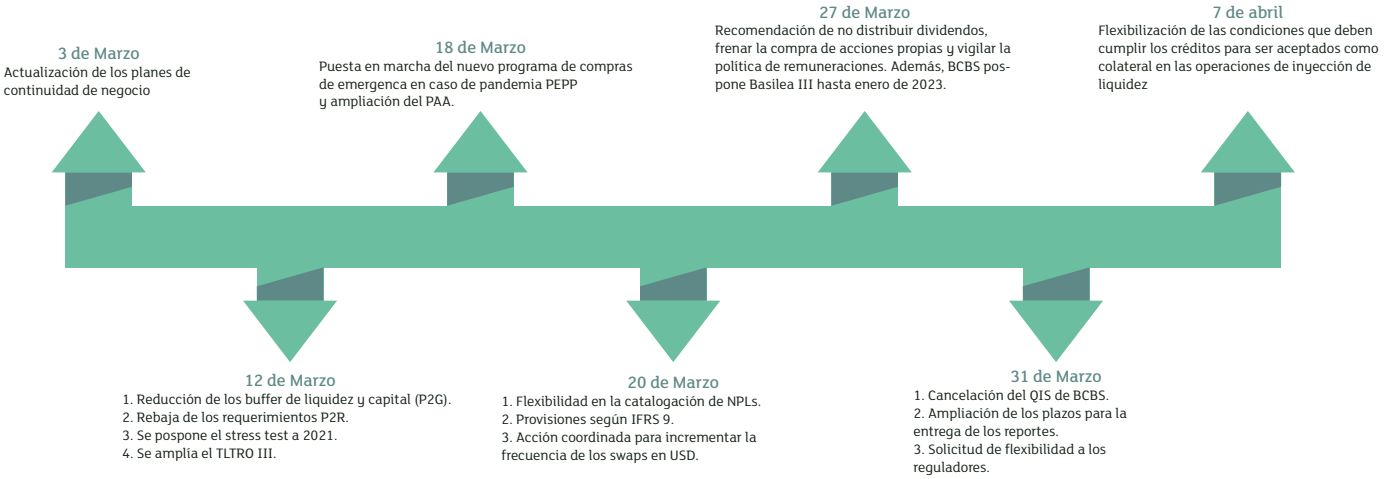
4 *cbrates.com/decisions.htm*

5 *Trillion en el mundo anglosajón.*

6 *Les recomendamos seguir la evolución del virus en https://covid19.bi-geek.com/*

# 2 Medidas adoptadas para contrarrestar el impacto del Covid-19

Desde comienzos del mes de marzo el Banco Central Europeo viene advirtiendo a las instituciones financieras de la necesidad de incluir en sus planes de contingencia el posible impacto de la pandemia ocasionada por el Covid-19. Además, el regulador europeo ha puesto en marcha diversas iniciativas con el fin de garantizar que la liquidez llegue a los hogares y a las empresas, proporcionando cierta holganza a las instituciones financieras. Estas iniciativas se recogen en las siguientes medidas:




- **3 de marzo**: las primeras recomendaciones del BCE hacían referencia al riesgo operacional derivado de la posibilidad de que la pandemia del Covid-19 afectase a los empleados de las entidades financieras o al personal de terceras partes con quién se tengan contratados servicios de externalización que puedan afectar a una actividad sensible del banco. Así, el BCE exhorta a los bancos a actualizar sus planes de continuidad del negocio teniendo en cuenta estos posibles impactos.

- **12 de marzo**: en esta segunda iniciativa, el BCE introduce medidas que otorgan mayor flexibilidad a los bancos en materia de liquidez, capital y operacionalidad con el objetivo de que éstos puedan seguir atendiendo las necesidades de la economía real aún en condiciones de pandemia. Estas medidas se resumen en:

    - El BCE permite a los bancos reducir los buffer de capital y de liquidez operando por debajo de los límites establecidos en el pilar 2 -P2G-, el buffer de conservación de capital o CCB y el LCR o ratio de cobertura de liquidez[7]. Además, sugiere que las autoridades nacionales también relajen la exigencia del buffer de capital contracíclico (CCyB).

*7 Los bancos podrán incumplir el ratio del 100% pero, si esto ocurre, deberán presentar un plan de restitución del ratio ante el regulador.*

- También consiente a los bancos valerse de los instrumentos de capital que no califican como CET1 para cumplir con los requerimientos del Pilar 2 -P2R-.Una semana después, el BCE publicó una estimación del impacto que éstas medidas de flexibilización de capital -P2G y P2R- pueden tener para los bancos, cifrando en 120.000 millones de euros la capacidad adicional para absorber pérdidas y en 1,8 billones de euros si se emplea esa capacidad para financiar a empresas y hogares. Todo ello, considerando el aumento del riesgo como consecuencia del shock generado por el Covid-19 y sin tener en cuenta el impacto positivo, en términos de menor coste de capital y menores provisiones, de las medidas tomadas por los gobiernos para garantizar ciertos préstamos de hogares y empresas. Por su parte, Goldman Sachs estima en 180.000 millones de euros de capital de máxima calidad la cantidad que podrán movilizar los bancos europeos gracias a estas medidas, distribuidos de la siguiente manera:

    - Revisión de los requerimientos del Pilar 2: 42.000 millones de euros.

    - Liberación de los buffer anticíclicos y sistémicos: 38.000 millones de euros.

    - Supresión de dividendos: 45.000 millones de euros[8].

    - Posibilidad de operar por debajo de los niveles de capital regulatorio: 55.000 millones de euros.

- Adicionalmente, apoya a la decisión de la EBA de posponer a 2021 el ejercicio de estrés programado para 2020 y ofrece su predisposición a negociar con cada uno de los bancos las diferentes agendas y plazos que se hubiesen establecido como consecuencia de una inspección reciente. Más tarde, el 20 de marzo, el BCE concretó esta medida en un plazo de seis meses adicionales que podrán extenderse dependiendo de la evolución de las circunstancias económicas y financieras.

- Por último, el BCE modifica algunos parámetros del tercer TLTRO[9] u operaciones de financiación condicionadas a largo plazo. Así, el importe que los bancos pueden solicitar se incrementa desde el 30% al 50% del stock de activos elegibles que tenían al 28 de febrero de 2020. Además, se elimina el límite de financiación para cada operación y se reduce el tipo de interés aplicable tanto a las operaciones ya vigentes (25 puntos básicos por debajo del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación -OPF- del Eurosistema) como a las operaciones de ciertas contrapartes elegibles (25 puntos básicos por debajo del interés medio de la facilidad de depósito y nunca por encima del -0,75%).

> El regulador europeo ha puesto en marcha diversas iniciativas con el fin de garantizar que la liquidez llegue a los hogares y a las empresas

[8] *Esta medida se aprobó más tarde.*

[9] *Targeted Longer-Term Refinancing Operations.*

- **20 de Marzo**: el BCE anuncia la ampliación de las medidas de flexibilización para que los bancos puedan seguir atendiendo las necesidades financieras de los hogares y de las empresas a pesar de los efectos del Covid-19. Concretamente, las medidas anunciadas son las siguientes:

  - La primera medida está relacionada con el tratamiento de los préstamos dudosos o NPL[10] y es que el regulador ofrece flexibilidad a los bancos para absorber y mitigar el impacto procíclico del riesgo de crédito pero sin que ello derive en una mala gestión de los riesgos, es decir, dejar de vigilar el deterioro de la cartera. En este sentido, el BCE afirma que aquellos préstamos dudosos que estén garantizados por los gobiernos de cada país o sobre los que hayan sido impuestos una moratoria legal[11] podrán ser tratados con mayor flexibilidad a la hora de ser clasificados desde el punto de vista del riesgo de crédito. Además, los préstamos garantizados públicamente podrán beneficiarse de una cobertura mínima del 0% durante sus primeros siete años como exposiciones dudosas o NPE[12]. Por último, el BCE propone a la EBA que considere la adopción de medidas similares para mitigar los requerimientos de capital relacionados con la cobertura de pérdidas por exposiciones dudosas.

  - El segundo bloque de medidas también está relacionado con los NPLs pero desde el punto de vista contable o de IFRS 9. Así, el BCE propone a los bancos que no lo hayan hecho ya implementar los acuerdos transitorios de IFRS 9 establecidos en la regulación de requerimientos de capital o CRR[13]. En esta misma línea, el BCE recomienda que, a la hora de establecer la estimación de provisiones por pérdidas bajo IFRS 9, se le de mayor peso al escenario de estabilidad a largo plazo, dada la dificultad de establecer previsiones razonables y sustentándose en las medidas de flexibilidad otorgadas por el sector público.

  - Ese mismo día, el BCE publicó otra nota explicando el desarrollo de una medida coordinada con otros bancos centrales[14] para aumentar la liquidez del sistema mediante swaps con dólares norteamericanos. Concretamente, los swaps con vencimiento a siete días pasan de ofrecerse con frecuencia semanal a diaria. Los bancos centrales esperan hacer frente con esta medida a las posibles rigideces del mercado en materia de liquidez.

- **27 de Marzo**: El BCE recomienda a los bancos de la eurozona no distribuir dividendos relacionados con los resultados del año fiscal 2019 ni comprometerse a la distribución de dividendos sobre los posibles resultados de 2020. Asimismo, solicita detener la compra de acciones propias. Más concretamente, establece que aquellos bancos que mantengan su intención de distribuir dividendos a costa de los resultados de 2019, deberán deducir ese importe de su buffer de capital CET1, con lo que verán reducida su capacidad de absorción de pérdidas. Igualmente, los dividendos comprometidos sobre los resultados de 2020, también serán deducidos del buffer de capital CET1. La EBA se unió a esta iniciativa y aconseja también a los bancos revisar su política de remuneraciones Este mismo día, el BCBS[15] acordó posponer la entrada en vigor de los estándares de Basilea III hasta el 1 de enero de 2023, mientras que los acuerdos transitorios para el output floor también se postergan hasta el 1 de enero de 2028. Además, los requisitos de divulgación de información del Pilar 3 y los modelos de riesgo de mercado quedan también aplazados al 1 de enero de 2023.

---

[10] *Non-Performing Loans.*

[11] *Debido a la pandemia del Covid-19, numerosos gobiernos europeos han desarrollado medidas de apoyo financiero a través de la expedición de una garantía estatal sobre ciertos préstamos, así como de moratorias en el pago de las cuotas.*

[12] *Non-Performing Exposures.*

[13] *Capital Regulatory Requirements.*

[14] *El Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, la Reserva Federal y el Banco Nacional Suizo, junto al BCE.*

[15] *Basel Committee on Banking Supervision.*

- **31 de Marzo**: en este caso ha sido la EBA quien ha anunciado su decisión, en coordinación con el BCBS, de cancelar el Estudio de Impacto Cuantitativo o QIS[16] que se iba a realizar con datos de junio de 2020. Además, amplía un mes el plazo de entrega de los reportes cuyas fechas de envío estuviesen establecidas entre marzo y finales de mayo, a excepción del LCR, de ALMM[17] y de los planes sobre propuestas de resolución dada su trascendencia para medir el impacto de la crisis. También exhorta a las autoridades competentes para que no presionen a las entidades financieras solicitando datos ad-hoc que no sean estrictamente necesarios para monitorizar la crisis. Finalmente, la EBA solicita flexibilidad a las autoridades competentes para con las fechas establecidas en relación a los reportes del Pilar 3.

- **7 de abril**: el BCE publica una nueva nota explicando la adopción de nuevas medidas temporales para flexibilizar el funcionamiento de las garantías. De esta manera, el BCE busca apoyar las operaciones de préstamo de los bancos aceptando un mayor número de créditos como colateral y aplicándoles un menor haircut en sus operaciones de inyección de liquidez. Todo esto se concentra en tres medidas:

  - Ampliación del marco ACCs[18]: el BCE flexibiliza su estructura de garantías, de manera que aceptará créditos de empresas y hogares que estén avalados por el gobierno o entidades del sector público. Por ejemplo, Alemania se ha comprometido a conceder hasta 500.000 millones de euros en avales a través del Banco Alemán de Desarrollo (KfW[19]) mientras que España dará avales por un mínimo de 100.000 millones a través del ICO[20]. Además, los bancos que podrán realizar su propia evaluación de la calidad de los créditos y se reduce el nivel de información que el BCE solicita sobre ellos.

  - Se suavizan las condiciones de los créditos elegibles: se elimina el importe mínimo para aceptar un crédito como colateral, antes el umbral estaba en 25.000 euros, con el objetivo de facilitar el uso de créditos a pymes como garantía ante el BCE. También eleva del 2,5% al 10% el máximo de deuda sin colateral que acepta de un solo emisor y se elimina la prohibición de utilizar deuda griega como garantía en las subastas de liquidez.

  - Ampliación de los niveles de tolerancia: se reducen los descuentos en la valoración o haircuts en torno a un 20%. Así, el BCE continúa empleando manteniendo un nivel de protección pero más reducido debido a la contingencia actual.

[16] *Quantitative Impact Study.*

[17] *Additional Liquidity Monitoring Metrics.*

[18] *Additional Credit Claims.*

[19] *Kreditanstalt für Wiederaufbau.*

[20] *Instituto de Crédito Oficial.*

# 3 Programas de compras para garantizar la liquidez del mercado

Además de las medidas mencionadas con anterioridad, el 18 de marzo de 2020[21] el BCE comunicó la puesta en marcha de un programa temporal de compras de emergencia en caso de pandemia o PEPP[22] según el cual el organismo bancario europeo puede realizar compras de deuda pública y privada por un importe total de 750.000 millones de euros. Además, este nuevo programa se mantendrá activo hasta que el Consejo de Gobierno del BCE establezca que la crisis causada por el Covid-19 ha finalizado pero, en ningún caso, antes de que acabe el año 2020.

Sin embargo, este programa tiene un precedente que es el programa de adquisición de activos o PAA[23]. A mediados de 2014, el BCE anunció la puesta en marcha del PAA como parte de un paquete de políticas monetarias no estándar, con el fin de realizar una mejor transmisión de su política monetaria y, consecuentemente, lograr su objetivo de estabilidad de precios. El PAA actualmente se subdivide en cuatro categorías:

- Programa para la compra de deuda corporativa de empresas no financieras o CSPP[24].
- Programa para la compra de valores públicos en mercados secundarios o PSPP[25].
- Programa para la compra de deuda respaldada por activos o ABSPP[26].
- Tercer programa para la compra de bonos garantizados o CBPP3[27].

El organismo bancario europeo puede realizar compras de deuda pública y privada por un importe total de 750.000 millones de euros

[21] *La entrada en vigor se produjo el 24 de marzo con su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.*

[22] *Pandemic Emergency Purchase Programme.*

[23] *También conocido como APP o Asset Purchase Programme.*

[24] *Corporate Sector Purchase Programme.*

[25] *Public Sector Purchase Programme.*

[26] *Asset-Backed Securities Purchase Programme.*

[27] *Third Covered Bond Purchase Programme.*

En tanto en cuanto el PEPP es una réplica del PAA, ampliado en términos de flexibilidad e importe, a continuación se proporciona una descripción general del actual PAA del ECB y, más concretamente, de las cuatro categorías en que se divide:

| | CSPP | PSPP | ABSPP | CBPP3 |
|---|---|---|---|---|
| Colateral | Bonos corporativos y papeles comerciales.[28] | Instrumentos de deuda. | Instrumentos respaldados por activos. | Bonos garantizados. |
| Moneda | Euro. | Euro. | Euro. | Euro. |
| Vencimiento | a) Vencimiento inicial de 365/366 días o menos y vencimiento residual mínimo de 28 dçias en el momento de la adquisicón, o<br><br>b) Vencimiento inicial de 367 días o más, vencimiento residual mínimo de seis meses y vencimiento máximo menor de 31 años. | Vencimiento residual entre 1 año (mínimo) y 30 años (máximo) en el momento de la adquisición. | Sin límites. | Sin límites. |
| Rating Crediticio[29] | Su mejor evaluación crediticia debe der, como mínimo, de BBB- o equivalente, emitida por una ECAI. | Su mejor evaluación crediticia debe der, como mínimo, de BBB- o equivalente, emitida por una ECAI. | Una segunda mejor calificación crediticia, equivalente al menos al nivel 3 (CQS3), emitido por dos ECAIs. | Su mejor evaluación crediticia debe ser, como mínimo, de BBB- o equivalente, emitida por una ECAI. |
| Emisor | Una empresa (emisora) establecida en la zona euro.[30] | Gobiernos centrales, regionales o locales, agencias reconocidas, organizaciones internacionales y bancos multilaterales de desarrollo, todos ellos ubicados en la zona euro. | a) Contrapartes que participan en las operaciones de política monetaria del Eurosistema.<br><br>b) Contrapartes que utilizan los bancos centrales del Eurosistema para la inversión de sus carteras de inversión denominadas en euros; y<br><br>c) Entidades consideradas como contrapartes elegibles para transacciones directas bajo el ABSPP por el Consejo de Gobierno sobre la base de una evaluación del riesgo de contraparte del Eurosistema por el BCE. | Instituciones de Crédito o SPVs establecidas en la zona euro. Además, el conjunto o pool de créditos cubiertos deben ser contra deudores ubicados en la zona euro. |
| Volumen mínimo de emisión | Los papeles comerciales deben tener un monto mínimo de emisión de 10 millones de euros.[31] | Sin límites. | Sin límites. | Sin límites. |

[28] *El ECB resolvió expandir el rango de activos elegibles para incluir los papeles comerciales no financieros, haciendo que todos los papeles comerciales con suficiente calidad crediticia sean elegibles para compra bajo el CSPP.*

[29] *El Eurosistema considera sólo las evaluaciones crediticias proporcionadas por ECAIs para las emisiones, el emisor o el garante. Además, el Eurosistema puede optar por vender sus participaciones, pero no está obligado a hacerlo, en caso de pérdida de elegibilidad. Por ejemplo, a causa de una rebaja por debajo del requisito de calificación de calidad crediticia.*

[30] *Quedan excluidas las entidades de crédito y las empresas cuya matriz sea una entidad de crédito.*

[31] *Sin volumen mínimo de emisión de bonos corporativos.*

## CSPP - Programa de compra del sector corporativo

El primer objetivo de este programa es el de mejorar la transmisión de la política monetaria a la economía real de la eurozona mediante la compra directa de bonos corporativos. Recientemente, se ha añadido la posibilidad de comprar también papeles comerciales. La elegibilidad de ambos tipos de productos viene determinada por el marco de garantía establecido por el Eurosistema[32] y serán sometidos a los correspondientes procesos de due diligence y riesgo de crédito previos a la adquisición.

Además de cumplir con las condiciones incluidas en el cuadro anterior, estos productos serán elegibles aún cuando presenten un rendimiento negativo. Las compras por debajo de la tasa de facilidad de depósito también están permitidas en todos los programas de adquisición de activos (PAA) en la medida en que sean necesarias.

En cuanto a las limitaciones, el BCE no tiene permitido mantener más del 70% del monto en circulación de una misma emisión de deuda (mismo ISIN).

Las compras de valores pueden realizarse en el mercado primario y secundario, pero ninguna compra en el mercado primario involucrará instrumentos de deuda emitidos por entidades que califican como empresas públicas.

Por último, el volumen de las tenencias de la CSPP se publicarán semanal y mensualmente. También se publicará un desglose de las compras en el mercado primario y secundario cada mes.

## PSPP - Programa de compra del sector público

Como su propio nombre indica, este programa está destinado a la adquisición de títulos de deuda negociables denominados en euros emitidos por los gobiernos centrales, regionales o locales de un Estado miembro cuya moneda es el euro. Además, las emisiones de las agencias reconocidas, las organizaciones internacionales y los bancos multilaterales de desarrollo, todos ellos ubicados en la zona del euro, serán elegibles para ser compradas por los bancos centrales del Eurosistema bajo el PSPP.

En circunstancias excepcionales, donde no se puede alcanzar el monto de compra previsto, el Consejo de Gobierno puede decidir comprar valores de deuda negociables emitidos por otras entidades ubicadas en la zona del euro siempre que sea de una corporación no financiera del sector público.

Además, si los títulos de deuda negociables, su emisor o su garante no tienen una calificación crediticia proporcionada por una ECAI aceptada de, al menos, nivel 3 en la escala de calificación armonizada del Eurosistema (CQS3), serán elegibles sólo si son emitidos o totalmente garantizados por gobiernos centrales miembros de la zona euro en el marco de un programa de asistencia financiera y respecto del cual el Consejo de Gobierno haya suspendido la aplicación del umbral de calidad crediticia del Eurosistema en conformidad con el artículo 8 de la Orientación BCE / 2014/31.

Finalmente, si bien los Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities (STRIPS) son elegibles en teoría para el PSPP, el Eurosistema se abstiene de comprarlos en el mercado por razones operativas.

[32] *Eurosystem's collateral framework.*

## ABSPP - Programa de valores respaldados por activos

La evaluación de la elegibilidad de los activos bajo el programa ABSPP sigue un proceso de dos pasos:

- Un instrumento respaldado por activos (ABS) debe ser elegible como colateral para el Eurosistema. Sin embargo, un ABS que es elegible como colateral no es automáticamente elegible también para compras bajo el ABSPP.

Se realiza el correspondiente due diligence para determinar si el ABS puede ser adquirido dentro del programa ABSPP.

Por lo tanto, el Eurosistema cuenta con total discreción para comprar o abstenerse de comprar cualquier ABS que cumpla con los criterios de elegibilidad del ABSPP.

Bajo este programa se pueden realizar compras en los mercados primarios y secundarios. En el caso de los valores retenidos, el Eurosistema podrá adquirirlos sujeto a cierta participación por parte de otros inversores.

## Otras consideraciones

En general, las compras del ABSPP están limitadas a un máximo del 70% del importe nominal en circulación de un tramo de un ABS (con el mismo ISIN).

El Eurosistema puede comprar tramos mezzanine de ABS siempre que dichos tramos mezzanine sean:

- Sujetos a una garantía que cumpla con los criterios para garantías en el marco de colaterales del Eurosistema.

- También deben ser emitidos por un garante con una evaluación crediticia en conformidad con el Artículo 83(c) de la directiva (EU) 2015/510 (ECB/2014/60). Esto significa que la garantía debe ser incondicional e irrevocable, pagadera en primer lugar y cubrir principal, intereses y cualquier monto adeudado bajo el ABS.

Los ABS retenidos son, en principio, parte del universo adquirible si, como cualqueir otro ABS, cumplen los criterios de elegibilidad. Un tramo ABS retenido es solo elegible para compra bajo el ABSPP si al menos un inversor externo sin un vínculo cercano al originador también compra parte del respectivo tramo del ABS, ya sea antes o al mismo tiempo que el Eurosistema.

Con relación a los préstamos morosos, la elegibilidad de la garantía es un requerimiento para que un ABS sea elegible para el ABSPP.

Dentro del marco general, la inclusión de préstamos dudosos en el conjunto o pool de activos subyacentes no impide que un ABS sea elegible como garantía, siempre que éste tenga una segunda mejor calificación crediticia mínima de A-.

## CBPP - Programa de compra de bonos garantizados

Los bonos garantizados que son elegibles para operaciones de política monetaria, que cumplen con las condiciones para ser usados como colateral y que son emitidos por instituciones de crédito domiciliadas en la zona euro, serán elegibles para compra directa bajo el CBPP3.

También lo son las multicédulas elegibles para operaciones de política monetaria y que son emitidas por vehículos de propósito especial (SPV)[33] domiciliados en la eurozona.

No obstante, existen requisitos adicionales para que ambos productos puedan ser adquiridos bajo el CBPP:

- Hay un límite de participación de 70% de la emisión por número de identificación internacional de valores (ISIN) que se suma a las participaciones ya adquiridas bajo el primer y segundo programa de compra de bonos garantizados (CBPP1 y CBPP2, respectivamente) y a las demás participaciones de los bancos centrales del Eurosistema.

- Los bonos garantizados emitidos por entidades suspendidas de las operaciones de crédito del Eurosistema se excluirán de las compras bajo el CBPP3 mientras dure su suspensión.

- Los bonos garantizados retenidos por su emisor serán elegibles para compras bajo el CBPP3, siempre que cumplan con los criterios de elegibilidad especificados anteriormente.

[33] *Special Purpose Vehicle*

# 4 Diferencias entre el PEPP y el PAA[34]

Si bien, desde el punto de vista de los activos elegibles, el programa en vigor de adquisición de activos o PAA del BCE tiene características similares al nuevo PEPP, existentes diferencias importantes que merece la pena destacar:

1. **Plazos**: El PAA se inició a mediados de 2014 y desde entonces ha sido modificado en varias ocasiones, adaptándose a la situación cambiante de la economía. Actualmente, sigue vigente. En el caso del PEPP, las compras comenzaron el pasado 26 de marzo y se mantendrá, al menos, hasta finales de 2020. Concretamente, el Consejo de Gobierno tiene potestad para terminar la compra de activos cuando crea que ha finalizado la crisis del Covid-19 pero nunca antes de fin de año.
2. **Activos elegibles**: El PEPP incluye todas las categorías de activos elegibles ya bajo el programa de compras PAA. Adicionalmente, el PEPP incluye una excepción en los requerimientos de elegibilidad para poder adquirir deuda emitida por el gobierno griego. Por último, se ha incluído la posibilidad de adquirir papeles comerciales de entidades no financieras tanto bajo el paraguas del PEPP como del programa para la compra de deuda corporativa de empresas no financieras (CSPP).
3. **Volumen de adquisiciones**: El PAA continuará siendo implementado en su totalidad pero se le ha añadido con carácter temporal una partida extra de 120.000 millones de euros, según comunicó el Consejo de Gobierno del BCE el pasado 12 de marzo. Por su parte, el PEPP cuenta con una partida presupuestaria de 750.000 millones de euros. El BCE, además, aplicará una política flexible para las compras, pudiendo acelerar o desacelerar éstas a lo largo del tiempo para lograr el objetivo de política monetaria.
4. **Distribución de las compras**: El PEPP ha sido diseñado de una manera flexible para lidiar con la situación especial causada por el Covid-19. Así, permitirá fluctuaciones en la distribución de los flujos de compras a lo largo del tiempo, entre diferentes clases de activos y entre jurisdicciones. Concretamente, el PEPP, a diferencia del PAA, proporciona un mayor rango de activos elegibles para la compra y se pueden adquirir activos sin limitación de importe por país.

> El PEPP, a diferencia del PAA, proporciona un mayor rango de activos elegibles para la compra y se pueden adquirir activos sin limitación de importe por país

[34] *También conocido como APP o Asset Purchase Programme*

# 5 Conclusiones sobre las medidas adoptadas

La crisis sobrevenida a consecuencia de la expansión del virus Covid-19 ha tomado desprevenidos a buena parte de los gobiernos europeos que quizás menospreciaron el impacto que podría tener esta nueva enfermedad en términos sanitarios y económicos. No obstante, la dimensión de la crisis ha obligado a intervenir incluso a los bancos centrales de aquellos países que contuvieron la enfermedad a tiempo como Singapur o Japón.

En el caso de Europa, aunque aún no se habían concluído las medidas adoptadas en la última crisis en materia de liquidez, sí se estaba debatiendo la posibilidad de relajarlas. Sin embargo, el devenir de la crisis según avanzaba el mes de marzo ha ido reflejando el cambio en el discurso del BCE que ha derivado en una mayor intervención. Los primeros mensajes se centraban en el impacto operacional derivado de los planes de confinamiento obligatorio que iban decretando los gobiernos de la eurozona. Posteriormente, se dió luz verde a utilizar los buffer de liquidez y capital que están constituidos precisamente para afrontar periodos de crisis[35]. No obstante, los mensajes del BCE seguían distando de aquellos que expresó el anterior responsable del BCE, Mario Draghi cuando en la crisis de 2012 dijo estar dispuesto a hacer lo que hiciera falta para defender al Euro. No transcurrió ni una semana (del 12 al 18 de marzo) cuando el BCE tuvo que volver a salir, en este caso anunciando una medida sin precedentes, el PEPP. Así, el BCE puede realizar compras indiscriminadas por un importe de hasta 750.000 millones de euros y no se descarta su ampliación en términos de plazo e importe. A día de hoy, el BCE aún no ha descartado emplear también el plan que diseñó el propio Draghi para realizar compras ilimitadas de deuda pública (OMT)[36].

Es importante destacar que en la eurozona hace años que se vienen arrastrando tipos de interés de referencia muy cercanos a cero o incluso negativos (facilidad de depósito) por lo que el principal responsable de la política monetaria europea, el BCE, ha tenido que optar por otras medidas para hacer frente a la posible crisis de liquidez. Además, esta situación de tipos negativos puede verse prolongada en el tiempo por las medidas adoptadas recientemente, prolongando el ácido escenario al que se vienen enfrentan los bancos desde hace tiempo. Por otro lado, relajar los requerimientos relativos a los buffer de capital y liquidez pueden redundar en una mejora de la rentabilidad de las entidades financieras, debido a la reducción del coste asociado que supone mantener esos buffer.

El organismo liderado por Christine Lagarde enfatiza constantemente que el objetivo último de estas medidas es hacer llegar la financiación tanto a los hogares como a las empresas que puedan necesitarlo durante la crisis. Además, estas medidas van en línea con las adoptadas por otros bancos centrales. Sin embargo, no se trata de una crisis financiera al uso y no está claro cuál puede ser el alcance final sobre la economía real, de ahí que buena parte de estas medidas hagan hincapié en la necesidad de ser flexibles en términos de plazos, elegibilidad de activos e, incluso, importes.

Dada la incertidumbre, los bancos centrales continúan publicando nuevas medidas con bastante frecuencia por lo que les recomendamos que nos sigan en LinkedIn y en nuestro blog donde les mantendremos constantemente informados.

[35] *El propio BCE estimó, conservadoramente, que estas medidas liberarían 120.000 millones de euros mientras que Goldman Sachs recientemente estimó esta cantidad en 180.000 millones de euros.*

[36] *Outright Monetary Transactions.*

## Olmo Vázquez

**CEO**

olmo.vazquez@mirai-advisory.com

+1 857 265 1928

Olmo es **CEO global de Mirai Advisory**. Mirai es una consultora de nicho especializada en gestión de balance - ALM, Liquidez, FTP, Capital etc - .

Profesional con **más de 15 años de experiencia**. Olmo ha desarrollado su carrera profesional ligado a consultoría de riesgos financieros por todo el mundo (Europa, USA, America del sur) trabajando para entidades financieras Tier I.

Olmo es **Ingeniero Informático** por la **Universidad Politécnica de Madrid**.

## Julián Fernández

**Director**

julian.fernandez@mirai-advisory.com

+34 663 326 803

Profesional con **25 años de experiencia**, con un profundo conocimiento de la medición y gestión de los riesgos de mercado. **Licenciado en CC Económicas Cuantitativas** por la Universidad Complutense de Madrid, Diplomado en Mecanismos de Financiación de la UE por la misma Universidad

Entre otros cargos directivos en diferentes entidades (siempre ligados al ámbito de la operativa en los mercados financieros), fue **Director Corporativo ALM Banco Santander**, siendo responsable de los Riesgos de Interés y Liquidez de Balance, así como de riesgo país para todas las entidades que conforman el Grupo a nivel mundial.

## José Padilla

**Head of South America**

jose.padilla@mirai-advisory.com

+56 9 5045 2718

Profesional con **más de 8 años de experiencia**, ha trabajado en entidades financieras Tier I y II y otras compañías españolas y multinacionales. Ha participado en la organización y gerencia de implantaciones de sistemas ALM end to end. Ha liderado equipos enfocados en proyectos de tratamiento de datos, así como en proyectos de reporting regulatorio.

**Licenciado en Administración y Dirección de Empresas** por la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid y **Máster en Economía** por la Universidad Complutense de Madrid.

## Carlos Mellado

**Head of EMEA**

carlos.mellado@mirai-advisory.com

+34 650 594 513

Profesional con **más de 8 años de experiencia** trabajando en el sector financiero. En Mirai, además de haber liderado durante varios años nuestra unidad en México, ha gestionado todo tipo de proyectos dentro del ecosistema ALM, implantando soluciones integrales en diferentes entidades y geografías.

Licenciado en Administración y Dirección de Empresas y **Licenciado en Ciencias Actuariales** por la Universidad de Alcalá.

MIRAI

Mirai es un referente líder dentro del sector financiero en la implementación de soluciones *end-to-end* respecto a sistemas ALM. Ofrecemos estudios estratégicos y de externalización de funciones, incluyendo la definición, desarrollo e implementación de soluciones existentes en el mercado.

www.mirai-advisory.com

mat

MAT es una herramienta ALM de última generación que representa un salto evolutivo en la gestión global de balance, no sólo por ser una solución integral para la misma, sino también por apoyarse en tecnologías de última generación que le permiten optimizar los procesos necesarios para la obtención de métricas y generación de informes de gestión y de regulación.

www.miraialmtool.com