

### ANÁLISIS DEL IMPACTO DEL ANUNCIO DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA FRENTE A LA PANDEMIA (PEPP)

Como se ha comentado en el texto principal de este epígrafe, una parte esencial de la respuesta del BCE a la crisis del Covid-19 ha consistido en la activación de compras de activos financieros a gran escala. Así, a la ampliación del volumen de compras netas por valor de 120 mm de euros dentro del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), se añaden las compras de activos públicos y privados por valor de 1.350 mm de euros en el marco del nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Esta última cifra es la suma de los 750 mm comprometidos en el anuncio inicial del PEPP el 18 de marzo, y los 600 mm añadidos en la recalibración adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE el 4 de junio. En este recuadro se analiza el impacto de ambos anuncios en las condiciones financieras del área del euro.

Para ello, la metodología empleada es un análisis de eventos que utiliza datos intradía de varios indicadores de los mercados financieros. Esta técnica permite identificar el impacto inmediato de los anuncios de los programas de compras de activos de los bancos centrales sobre los precios de los activos financieros. Este impacto es uno de los principales canales de transmisión de estos programas y en la literatura económica recibe el nombre de «efecto *stock*», ya que recoge las expectativas de los inversores sobre la evolución futura del *stock* de activos financieros en manos del banco central. Los estudios de eventos son habituales en la evaluación de los programas de compras de activos de los principales bancos centrales<sup>1</sup>. Como nota de cautela, cabe indicar que esta metodología permite realizar solo una evaluación parcial de los efectos de este tipo de programas sobre los mercados financieros, ya que no captura otros efectos de las compras de activos, como los producidos por los flujos de compras en el momento en que estas se producen («efectos flujo»), por lo que, en principio, este enfoque infravalora el impacto total de estos programas.

Los estudios de eventos se basan en el cálculo de la variación de los indicadores financieros de interés en una estrecha ventana de tiempo en torno al evento en cuestión. Ello permite aislar la variación de tales

indicadores atribuible únicamente al evento analizado, y no a otros factores (como distintas noticias económicas o, en el contexto actual, epidemiológicas). En concreto, el BCE anunció el PEPP en una nota de prensa que se publicó a las 23.45 h del 18 de marzo, con los mercados de capitales europeos ya cerrados. Por tanto, se calcula la variación de cada indicador entre el valor de cierre del 18 de marzo (por ejemplo, las 17.30 h en el caso de los índices bursátiles) y los primeros 30 minutos de la sesión del 19 de marzo (9.30 h para las bolsas)<sup>2</sup>. En cuanto al anuncio de la ampliación del PEPP del 4 de junio, este se realizó de la forma habitual, mediante nota de prensa publicada a las 13.45 h, por lo que se utiliza la ventana entre las 13.30 h y las 14.15 h, de forma que la ventana termina de nuevo 30 minutos después del evento.

Los gráficos 1 y 2 muestran el efecto de los anuncios del 18 de marzo (barras azules) y del 4 de junio (barras rojas) sobre diversos indicadores bursátiles, el tipo de cambio euro/dólar, las rentabilidades y los diferenciales de deuda soberana a diez años, así como sobre las expectativas de inflación obtenidas a partir de *swaps* de inflación. Los resultados indican que tanto el anuncio del PEPP como, en menor medida, el de su ampliación tuvieron un efecto positivo en los principales índices bursátiles del área del euro (EUROSTOXX-50) y de España (IBEX-35), así como en los correspondientes índices del sector bancario, y también redujeron la volatilidad bursátil (gráfico 1). Asimismo, ambos anuncios causaron fuertes caídas de las rentabilidades de la deuda soberana, sobre todo de la italiana y la española, así como de sus diferenciales respecto al bono alemán (gráfico 2). Por ejemplo, el anuncio inicial del PEPP hizo que los rendimientos de la deuda italiana y española disminuyeran en 84 puntos básicos (pb) y 43 pb, respectivamente. El anuncio del 4 de junio tuvo un efecto más limitado, con descensos de la rentabilidad de la deuda soberana italiana y española de 18 pb y 9 pb respectivamente. Por otro lado, los dos anuncios tuvieron un impacto muy limitado en el tipo de cambio del euro y en las expectativas de inflación.

Como se aprecia en los gráficos, en general, la ampliación del PEPP del 4 de junio tuvo un impacto

1 Para el caso de Estados Unidos, véase, por ejemplo, J. Gagnon, M. Raski, J. Remache y B. Sack (2011), «The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases», *International Journal of Central Banking*, vol. 7(1), pp. 3-43. Para el caso del área del euro, véase C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto (2015), *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, ECB Working Paper Series 1864. Véase también Banco de España (2016), *Informe Anual 2015*, capítulo 3, «El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente».

2 La excepción es el mercado cambiario, que es un mercado continuo. En este caso, se calcula la variación del tipo de cambio entre 30 minutos antes y 30 minutos después del anuncio, es decir, entre las 23.15 h del 18 de marzo y las 0.15 h del 19 de marzo.

**ANÁLISIS DEL IMPACTO DEL ANUNCIO DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA FRENTE A LA PANDEMIA (PEPP) (cont.)**

menor que el causado por el anuncio inicial del PEPP. Ello puede deberse a varios factores. Por un lado, al contrario que el anuncio inicial, que fue mayoritariamente inesperado, la ampliación anunciada el 4 de junio sí estaba descontada por los inversores, si bien el volumen adicional finalmente aprobado fue mayor de lo esperado<sup>3</sup>.

Por otro lado, la ampliación del PEPP se produjo en un contexto de menores tensiones en los mercados financieros que las observadas a mediados de marzo, en los días previos al anuncio inicial del PEPP, lo que también pudo implicar un menor impacto sobre los mercados financieros.

Gráfico 1  
BOLSAS Y TIPOS DE CAMBIO

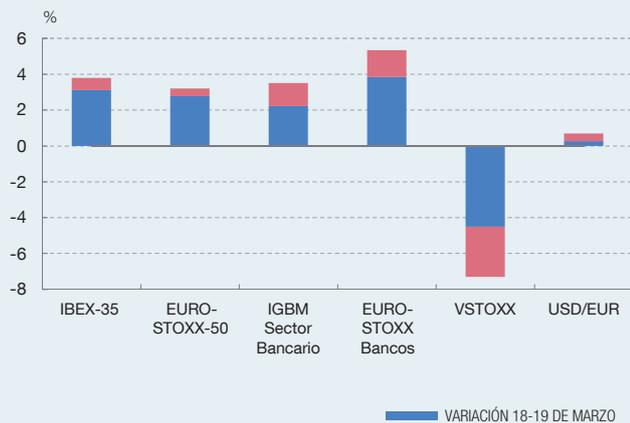
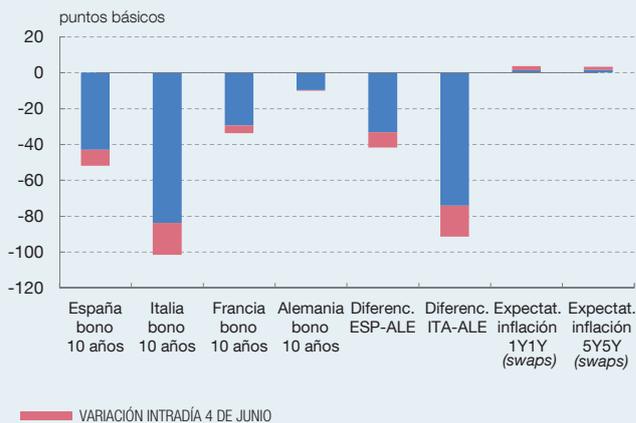


Gráfico 2  
DEUDA SOBERANA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



FUENTE: Thomson Reuters.

3 Por ejemplo, una encuesta de la agencia Reuters realizada entre el 11 y el 14 de mayo mostraba que casi la mitad de los encuestados esperaban un incremento del PEPP en junio, siendo la mediana de este incremento de 375 mm de euros, por debajo de los 600 mm finalmente anunciados.