

BANCOS CENTRALES

Monitorizando la expansión de balance del BCE (mayo 2015)

Escenarios Financieros / Unidad de Europa

- El programa de compra de activos (públicos y privados) ha superado en el mes de mayo el objetivo mensual de 60 mM euros marcado, se han adquirido 63,1 mM y continuando claramente sesgado a la compra de bonos públicos (80%).
- El mayor tensionamiento en los mercados de financiación ha llevado a los países periféricos a moderar ligeramente su ritmo de emisiones. Aun así, la ejecución de las necesidades de financiación, en países como España, alcanza más de 50% de las necesidades inicialmente previstas de emisión bruta de deuda a medio y largo plazo.
- En su última reunión de política monetaria, el BCE se mantuvo firme con respecto a la plena implementación de las medidas puestas en marcha, de hecho, dijo que se podrían tomar más medidas si fuese necesario. Dado que el tensionamiento de las condiciones financieras ha continuado durante el mes de mayo y debido que los datos recientes de inflación no cambian nuestras perspectivas a medio plazo, seguimos considerando que abrir la puerta a la especulación acerca de una retirada de estímulos temprana es muy arriesgado.

Medidas de expansión monetaria del BCE

- a) **Programa de compra de activos:** El programa de compra de activos (públicos y privados) en mayo ha superado el objetivo marcado, 60 mM euros mensuales.

En los tres primeros meses del programa (marzo, abril y mayo), el BCE adquirió 146,7 mM de euros de bonos públicos (*Public Sector Purchase Programme* (PSPP), por sus siglas en inglés), 33,9 mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y 3,7 mM a través del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, en sus siglas en inglés). En particular, en el mes de mayo el BCE adquirió algo más del objetivo establecido, particularmente compró 63,1 mM de euros, un 80% en bonos soberanos. Por tanto, el BCE continúa por el camino de conseguir la ampliación de balance esperada de unos 1.100 mM en septiembre de 2016.

a.1) Programa de compra de bonos públicos

En mayo, el BCE compró bonos soberanos por importe de 45,4 mM, con una distribución por país prácticamente en línea con la clave de capital del BCE, considerando un pequeño ajuste por la no compra de bonos de Grecia, Chipre y Estonia¹. Esta cantidad es mayor a la adquirida en los dos primeros meses de programa (41,7 en marzo y 42 en abril). Este aumento en la cantidad se habría producido principalmente en las dos primeras semanas de mes donde se aceleraron las compras. En este sentido, un miembro del consejo de gobierno del BCE, Benouit Coeure, declaró que el banco incrementará sus compras de activos

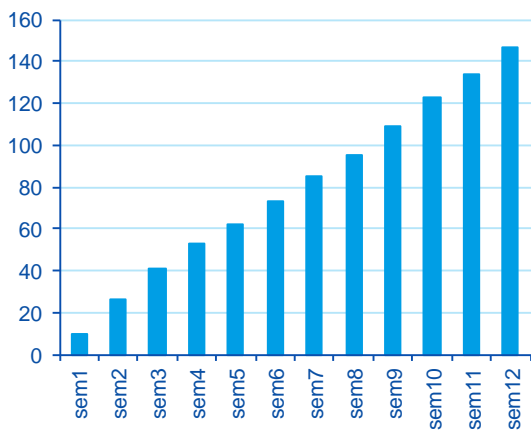
1: No se compraron bonos griegos para no exceder los límites establecidos por el BCE (que solo puede adquirir bonos hasta el 25% de cualquier emisión de bonos y hasta el 33% de la deuda de un solo emisor). En Chipre no se han adquirido bonos porque la quinta revisión del programa de ayuda todavía no está completada, y en Estonia no se han comprado porque no tienen bonos en circulación.

en mayo y junio en previsión de la menor emisión, y por tanto mayor volatilidad, que se espera ver en los mercados a partir de mediados de julio y en agosto. En este contexto, en las minutas de la reunión de abril, los miembros del BCE subrayaron que el PSPP es lo suficientemente flexible como para adaptarse si fuese necesario.

En cuanto al vencimiento de la deuda adquirida hasta mayo, va en línea con los vencimientos de las compras los dos primeros meses de programa, el vencimiento promedio de las compras fue de 8,07 años, inferior a la media de los bonos de la zona euro elegibles bajo el QE (9,1 años). Por países destacaron los vencimientos más altos en las compras de bonos soberanos en países periféricos como por ejemplo en Portugal (10,8 años), en España (9,71 años) y en Irlanda (9,61 años) con valores más elevados en comparación con los vencimientos de su deuda elegible (9,1 años en España, 8 años en Portugal y 8,9 en Irlanda). Este comportamiento se debe en parte a las propias limitaciones del PSPP, ya que para los países periféricos, el BCE tiene bonos comprados bajo un programa previo de compra de valores (SMP por sus siglas en inglés), con vencimientos más cortos (2-3 años) y, por tanto, las compras ahora se han sesgado a plazos más largos.

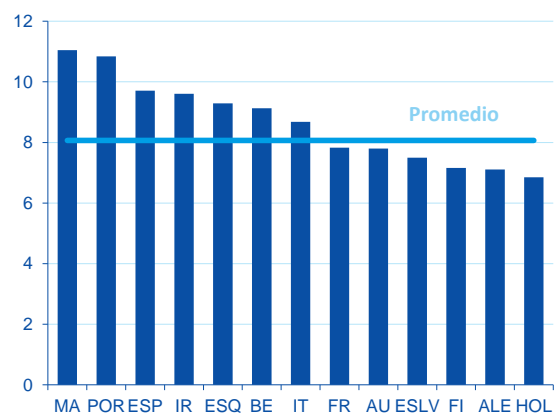
Respecto a las compras de bonos de organismos supranacionales y agencias, el pasado mes se han adquirido unos 6.2 mM euros, esto supone el 12% de las compras totales de bonos, con lo cual el BCE, de nuevo, ha apurado el máximo establecido en las condiciones iniciales del programa.

Grafico 1
PSPP: compras semanales de bonos, acumuladas desde 9 marzo 2015, (EUR mM).



Fuente: BCE y BBVA Research

Grafico 2
PSPP: vencimiento promedio de los bonos comprados (años)

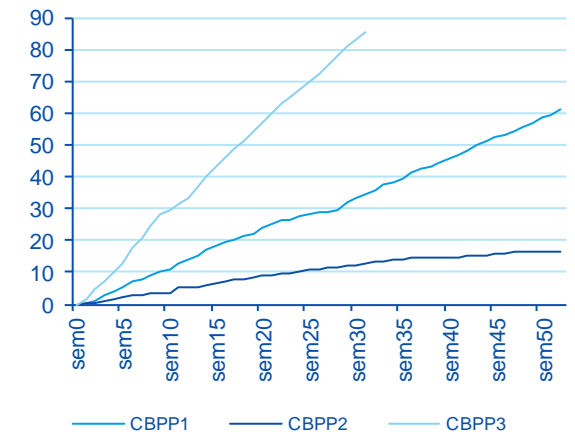


Fuente: BCE y BBVA Research

a.2) Programa de compra de activos privados

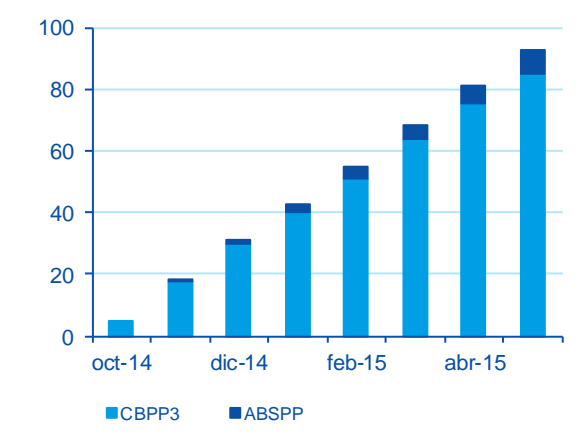
En mayo, bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 11,5mM de euros, cifra ligeramente inferior, al promedio de las compras desde que ambos programas están en vigor (ABSPP y CBPP3) 12,5mM de euros. En mayo las compras bajo el CBPP3 ascendieron a 10mM mientras que las compras bajo el ABSPP ascendieron a 1,4mM. En lo que va de programa se han adquirido 85.1mM en bonos garantizados y 7,2mM en bonos de titulación de activos. Las compras se han realizado mayoritariamente en mercado secundario (80%).

Gráfico 3
CBPPs
Compras acumuladas semanales (EUR mM)



Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 4
CBPP3 y ABSPP
Compras acumuladas semanales (EUR mM)



Fuente: BCE y BBVA Research

b) Operaciones de financiación a largo plazo vinculadas al crédito (TLTRO)

En las 3 primeras operaciones de liquidez a 4 años condicionadas a la evolución del crédito al sector privado -excluyendo el destinado a la adquisición de viviendas- (TLTROs por sus siglas en inglés), se han adquirido 310 mM, de los cuales; entorno al 60% se habría solicitado por parte de entidades de países periféricos. La próxima subasta tendrá lugar el 18 de junio. La monitorización de estas subastas es importante como potencial señal de reactivación del crédito a la economía real.

Tabla 1
Medidas de expansión monetaria (mM de euros)

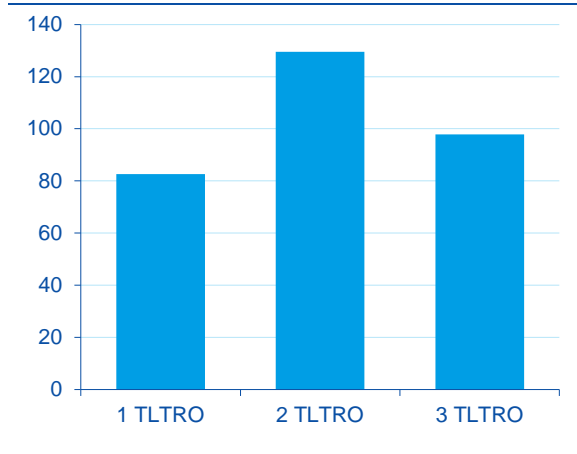
	Sep14	Oct14	Nov14	Dic14	Ene15	Feb15	Mar15	Abr15	May15
TLTRO	82,6			130,0			97,8		
CBPP3		4,8	13,0	11,8	10,6	11,0	12,4	11,5	10
ABSPP		0,0	0,4	1,0	0,6	1,1	1,2	1,2	1,4
PSPP							47,4	47,7	51,6

Fuente: BCE y BBVA Research

c) Operaciones “regulares” de financiación del Eurosistema

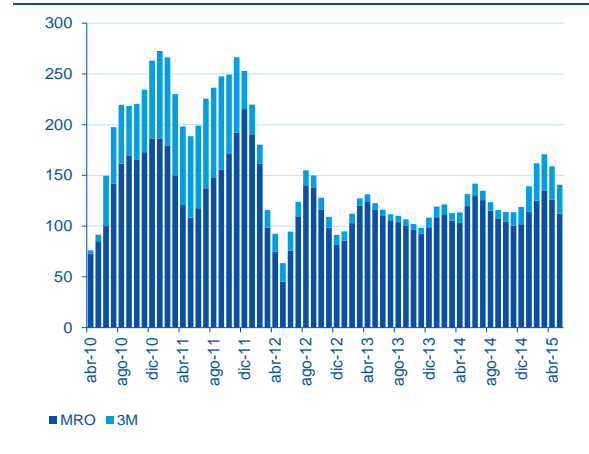
En mayo, la liquidez adjudicada en las subastas semanales (MROs) y mensuales (3M LTROs), se ha reducido al entorno de los 135 mM, más cerca del promedio de 2014 (120 mM), después del aumento sufrido principalmente en enero y febrero debido al vencimiento de las LTROs a 3 años, (las entidades reemplazaron parte de la liquidez que estaba en estas operaciones a estas operaciones regulares)

Gráfico 5
TLTROs (mM de euros)



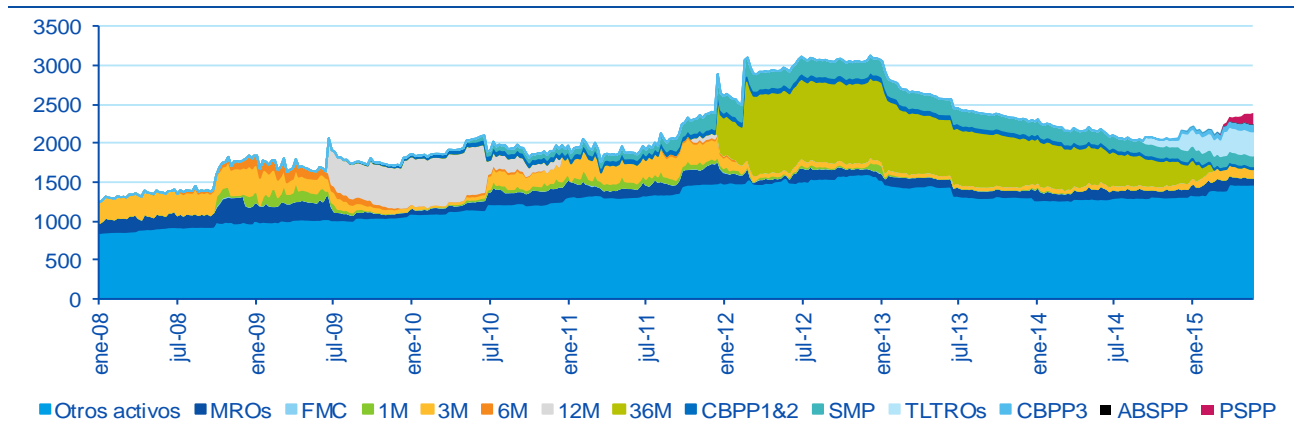
Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 6
3M LTRO y MRO (media móvil 3 meses, mM de euros)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 7
Balance BCE (mM de euros)



Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

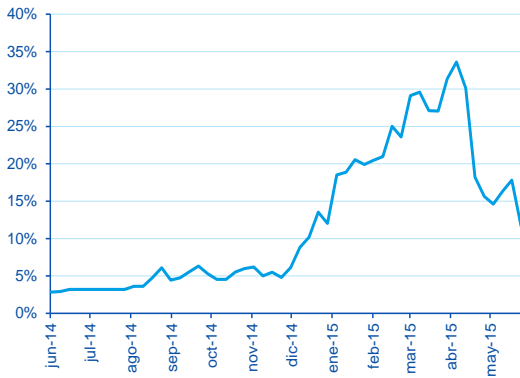
Impacto en los activos

a) Impacto en los tipos de interés de la deuda soberana

Durante el último mes, ha continuado y se ha intensificado el aumento de los tipos de interés iniciado a finales de abril. En la mayor parte de los países de la eurozona, los tipos de interés largos (10 años) se sitúan unos 40 puntos básicos por encima de los niveles previos al anuncio del programa. En particular, el tipo del bono a 10 años alemán ha alcanzado niveles por encima del 0.85% (no alcanzados desde octubre 2014). Por su parte, los tipos de los bonos a 10 de Italia y España han superado el 2%. Como resultado, el porcentaje de deuda europea cotizando a tipos negativos se ha continuado reduciéndose significativamente, actualmente por debajo del 15%. Varios factores podría estar detrás de repunte de las rentabilidades: 1) En primer lugar, este repunte vendría por una corrección de niveles muy bajos y crecientemente desacoplados de fundamentales. 2) Las sorpresas en inflación comienzan a ser al alza, en vez de a la baja. 3) La propia reducción de las expectativas de tipos negativos se traslada más que proporcionalmente a los plazos más

largos de la curva. 4) Distorsión de mercados, ante un movimiento súbito la liquidez en los mercados se retira.

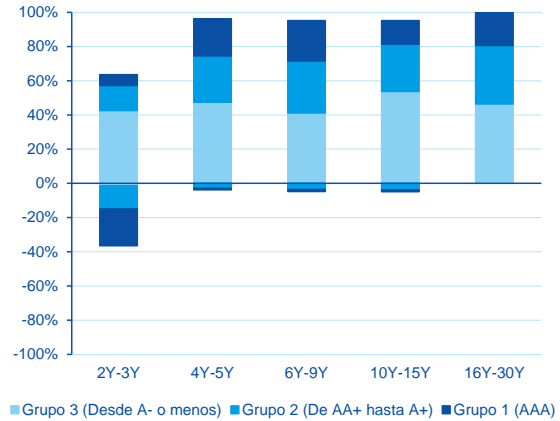
Gráfico 8
% de deuda soberana* (Eurozona) con tipos negativos sobre el total de deuda



*Elegible bajo el PSPP

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

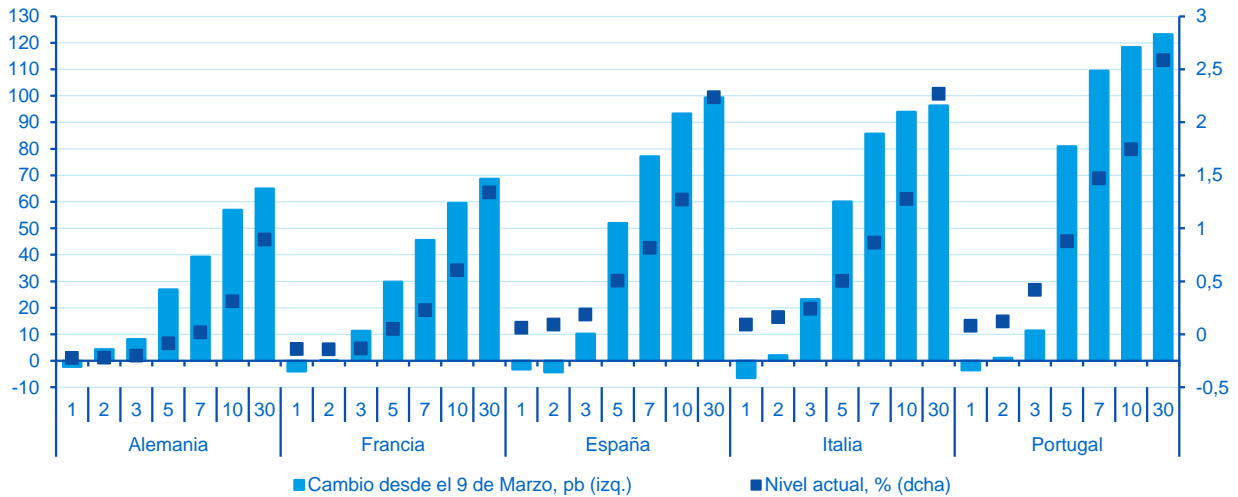
Gráfico 9
% de deuda soberana* (Eurozona) con tipos positivos/negativos, por rating país.



*Elegible bajo el PSPP

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

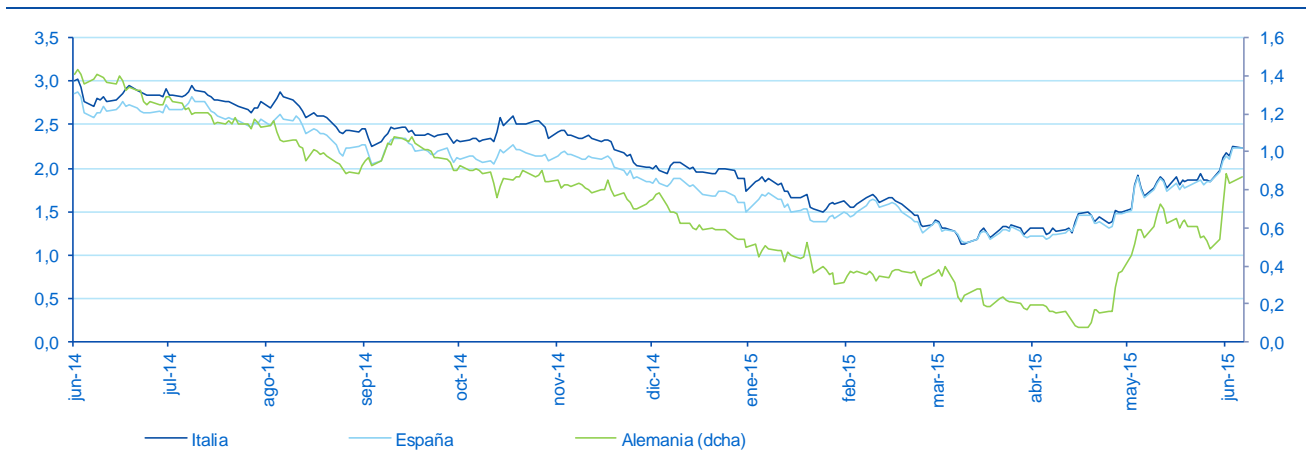
Gráfico 10
Eurozona: curvas de bonos soberanas: Nivel actual (%) y cambio desde el inicio del QE



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 11

Rendimiento de los bonos a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

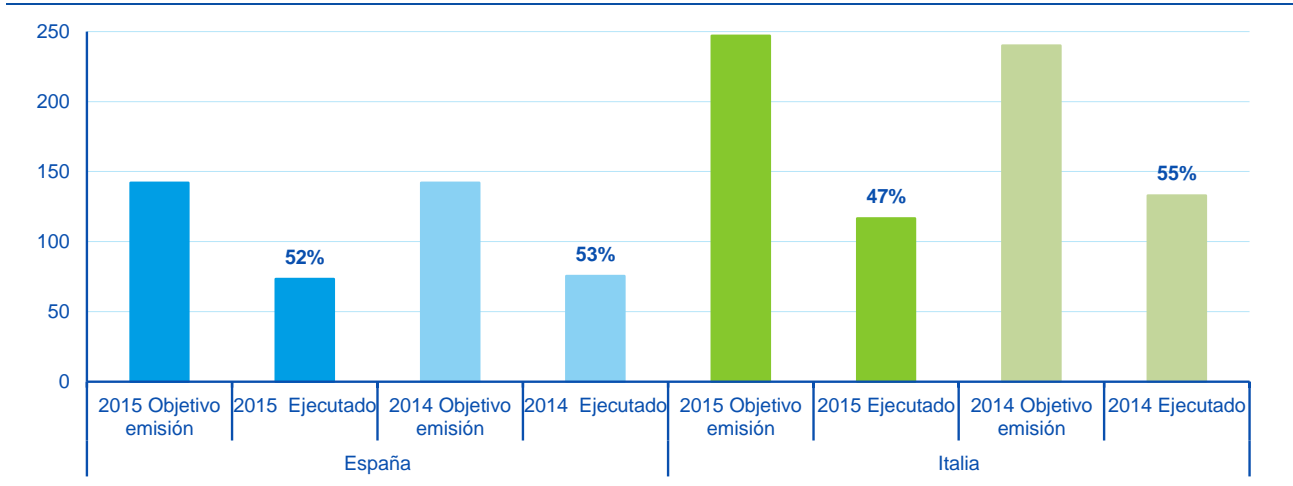
a.2) Emisión deuda soberana: Se modera el ritmo de emisión de deuda a medio y largo plazo

El tensionamiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, tras el súbito repunte de rentabilidades en estos últimos dos meses, ha moderado ligeramente en ritmo de emisiones de deuda a medio y largo plazo en países periféricos. No obstante, en el caso de España el ritmo de ejecución presupuestaria sigue siendo alto, similar al del año pasado, y algo inferior en Italia (gráfico 12). Además, en mayo las emisiones netas de bonos fueron positivas en España e Italia, lo que sitúa las emisiones netas en los cinco primeros meses en niveles positivos (17 mM de € en España y 65.7 mM de € en Italia).

En junio, España no tiene que afrontar vencimientos de bonos. Ello implicaría que la oferta de bonos españoles crecerá en este mes, por lo que un posible incremento de la aversión al riesgo hacia periféricos (incertidumbre sobre Grecia) podría tensionar las condiciones de financiación del soberano español. Sin embargo, la aceleración de las compras de bonos soberanos por parte de ECB debería ser un factor amortiguador de dicho efecto. Como muestra de ello cabe decir que, a principios de Junio España colocó 5 mM de € en un bono a 10 años, que fue muy bien acogido por el mercado, a pesar del incremento de la aversión al riesgo. En mayo el BCE compró 5,9mM de € de bonos españoles y el Tesoro español emitió unos 10 mM €. Cabe esperar que en junio las emisiones suban ligeramente a unos 15 m M y las compras del BCE se sitúe por encima de 6 mM de €. Por el contrario Italia afronta 17 mM de € en vencimiento de bonos (excluyendo los bonos a corto emitidos al descuento) lo que podría implicar una oferta neta de bonos prácticamente nula o baja.

Gráfico 12

España e Italia: Emisiones brutas bonos soberanos a mayo (EUR mM y % del objetivo de emisión brutal anual)

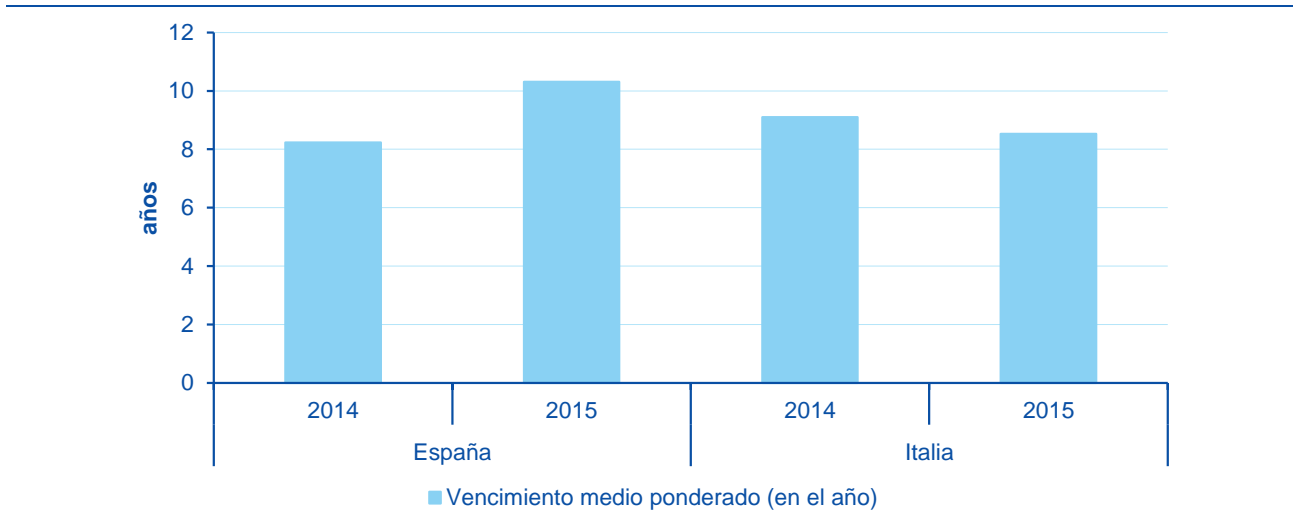


Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

El vencimiento medio ponderado de las nuevas emisiones de bonos se redujo significativamente en mayo frente a abril (España: 5 años vs 11 años en abril). Pero en el conjunto del año, en España la vida media de la nueva deuda a medio y largo plazo emitida se sitúa por encima de la de 2014, mientras que en Italia se sitúa en línea con la del año anterior (ver gráfico).

Gráfico 13

España e Italia: Vida media de las nuevas emisiones

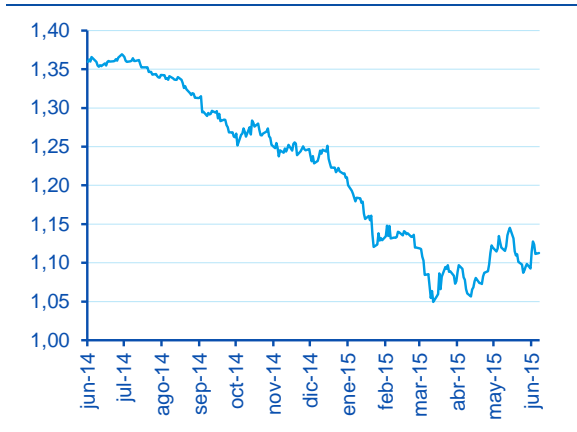


Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

b) Impacto en tipo de cambio

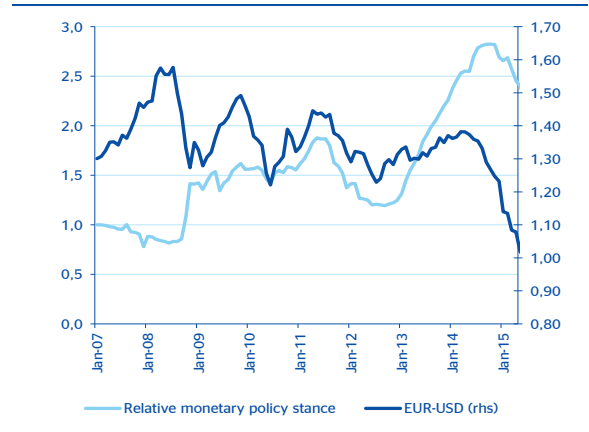
En línea con el alza de tipos largos, el euro llegó a apreciarse en mayo por arriba de 1.14 dólares. Pero más relevante ha sido la alta volatilidad en este mercado: tras dicha alza, el euro cayó por debajo de 1.09 dólares (cerrando el mes con un promedio de 1.12 dólares). La volatilidad persiste en lo que va de junio y está marcada por la incertidumbre que reina en torno al impacto de política monetaria en activos largos.

Gráfico 14
EURUSD



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15
EURUSD y políticas monetarias (Fed/BCE)



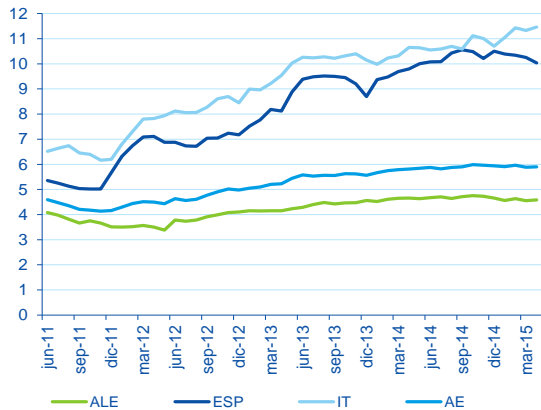
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

c) Tenencias de bonos soberanos por parte de entidades financieras

De acuerdo con los datos publicados por el BCE de tenencias bonos soberanos de la zona euro por parte de entidades financieras en abril (el BCE comenzó a comprar bonos soberanos en marzo), las entidades continúan deshaciéndose de bonos soberanos en cuantías poco significativas, a excepción de las entidades españolas. Así, para el conjunto de la zona euro, las entidades financieras redujeron sus tenencias de bonos soberanos en 2,3 mM de euros, cifra significativamente inferior a la del pasado mes, cuando redujeron sus tenencias en 10,8 mM de euros. El descenso en abril ha venido principalmente por la por parte de entidades españolas que redujeron sus tenencias en 11 mM de euros, seguidas por entidades holandesas, irlandesas y alemanas. Es posible que el descenso de las tenencias de las entidades españolas en abril pueda estar explicado por el vencimiento de 18mM de euros de un bono del Tesoro español el último día del mes (30 de abril). Por su parte, las entidades italianas han aumentado sus tenencias de bonos en 3,5 mM euros en abril. En este caso, si bien en Italia vencieron 17 mM de euros en bonos, estos vencimientos se produjeron a mediados de mes, por lo que es posible que a las entidades les diera tiempo a reinvertirlo en otro bono que su subastara

Gráfico 16

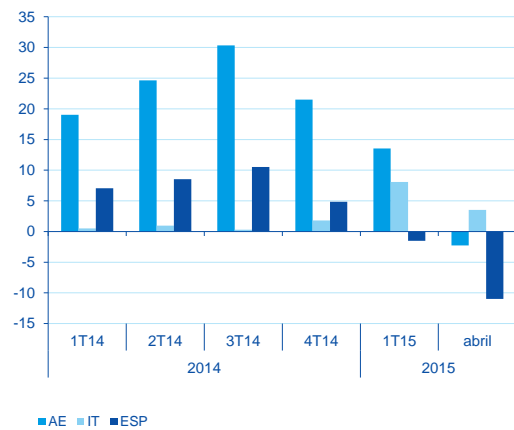
Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras sobre total activos bancarios (%)



Fuente: ECB y BBVA Research

Gráfico 17

Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras (promedio trimestral) (mM euros)



Fuente: ECB y BBVA Research

¿Están funcionando las medidas del BCE?

El objetivo último de las medidas no convencionales del BCE (TLTROs, compras de ABS, CB y bonos públicos) es devolver la inflación a una senda compatible con su objetivo.

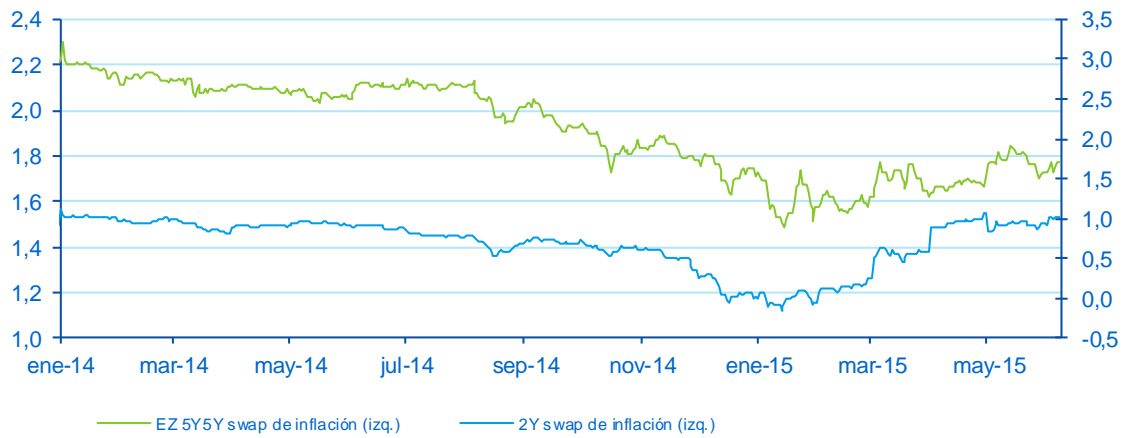
El dato adelantado de inflación de mayo refleja una aceleración de los precios de la eurozona hasta el 0,3% a/a tras el 0% a/a de abril frente al 0,2% a/a previsto, debido a la aceleración de la inflación subyacente del 0.7% al 0.9% a/a que podría estar reflejando la recuperación de la demanda interna, pero también cuestiones técnicas de carácter temporal (variaciones en las tarifas aéreas y alojamiento) que han dado volatilidad al índice recientemente. En cualquier caso, las presiones inflacionistas siguen siendo muy moderadas. Respecto a las expectativas de inflación descontadas por el mercado, medidas como el swap de inflación 5y5y, continúan situándose por encima de 1.75%, aunque con bastante volatilidad durante todo el mes de mayo.

Por otra parte, los datos de actividad observados del segundo trimestre, principalmente de confianza, apuntan hacia una consolidación del crecimiento de la economía de la eurozona (entre 0,4% y 0,5% t/t), en línea con lo esperado. Tanto el indicador PMI como el ESI de la Comisión Europea ofrecen una perspectiva relativamente optimista tanto en el sector manufacturero como en el de servicios. En el caso de las manufacturas, los datos reflejan una cierta aceleración respecto al primer trimestre, mientras que para los servicios apuntan a un crecimiento estable. Por otro lado, la confianza de los hogares cae en los dos primeros meses de 2T15, pero aún se mantiene en niveles elevados.

Por todo lo anterior, y como esperábamos, las proyecciones macroeconómicas del BCE presentadas el pasado miércoles se mantienen con pocos cambios. La única diferencia es la revisión al alza de la previsión de inflación para 2015, ahora en el 0,3% a/a (Previsión de marzo: 0%, BBVA: 0.1% a/a), que incorporan la evolución reciente de la inflación y los precios del petróleo, los cuales apuntaban hacia una inflación más alta de la prevista para este año, mientras que las proyecciones para 2016 y 2017 se mantienen sin cambios en el 1,5% y 1,8%, respectivamente. En lo que respecta al PIB, las previsiones se mantienen inalteradas (1,5% en 2015, 1,9% en 2016 y 2,1% en 2017; BBVA: 1.5% en 2015 y 2,2% en 2016), aunque los riesgos se mantienen a la baja, están más equilibrados que hace tres meses.

Gráfico 18

Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Conclusión: el balance en el último mes de compras de bonos soberanos por parte del BCE continúa siendo positivo. En mayo, el banco central ha superado el objetivo mensual de compras (63,1 mM de euros); esto, unido a las recientes declaraciones por parte de banco central de mantenerse firme con respecto a la plena implementación de las medidas puestas en marcha, (de hecho, en la reunión de junio dijo que se podrían tomar más medidas si fuese necesario) continúan apoyando el éxito del programa. Por tanto, y dado que el tensionamiento de las condiciones financieras ha continuado durante el mes de mayo, seguimos considerando que abrir la puerta a la especulación acerca de una retirada de estímulos temprana es muy arriesgado. En este sentido, en la reunión de política monetaria celebrada la semana pasada, el presidente del BCE, Mario Draghi, manifestó que el Consejo de Gobierno no ha debatido ningún plan de salida del QE, y añadió que todavía queda un "largo camino por recorrer" en cuanto a la inflación, es decir, antes de que el Banco Central consiga su objetivo de inflación en torno al 2%.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.