

BANCOS CENTRALES

Monitorizando la expansión de balance del BCE (julio 2015)

Escenarios Financieros / Unidad de Europa

- En julio, el programa de compra de activos (públicos y privados) ha superado ligeramente el objetivo mensual de 60 mM euros marcado, se han adquirido 61,3 mM y continuando claramente sesgado a la compra de bonos públicos (80%). Este mes, no se han producido menos compras por la falta de emisiones en verano como algunos miembros del BCE habían anticipado.
- La evolución de la crisis griega ha condicionado la tendencia de los tipos de interés y de las primas de riesgo de la periferia europea. No obstante el contagio ha sido limitado y no se observa una distorsión en los programas de financiación de los tesoros europeos. Por otro lado, las expectativas de inflación se han curvado marginalmente ante la presión de los precios de las materias primas.
- El mensaje del BCE sigue siendo de bastante apoyo, lo que es especialmente importante en el clima actual donde la incertidumbre es elevada, no solo por la situación griega, sino también debido a otros factores de riesgo globales

Medidas de expansión monetaria del BCE

- a) **Programa de compra de activos:** El programa de compra de activos (públicos y privados), ha superado el objetivo marcado, 60 mM euros mensuales en julio, al igual que hiciera los dos meses anteriores, aunque en menor medida

En los cinco primeros meses del programa, el BCE adquirió 249,5 mM de euros de bonos públicos (*Public Sector Purchase Programme* (PSPP), por sus siglas en inglés), 52,8 mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y 6,3 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 julio el BCE adquirió algo más del objetivo establecido, al igual que hiciera en mayo y junio, aunque en menor medida. Concretamente compró 61,3 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

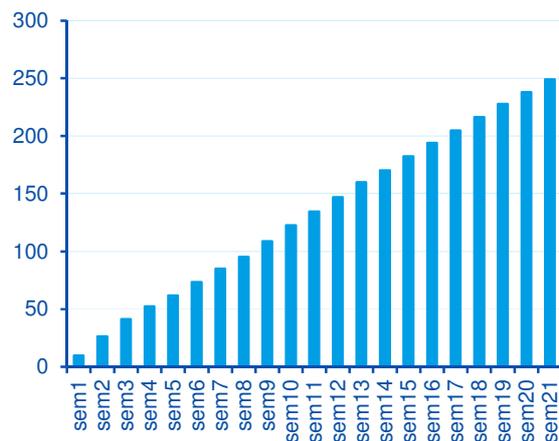
En julio, el BCE compró bonos soberanos por importe de 45,1 mM, con una distribución por país prácticamente en línea con la clave de capital del BCE, considerando un pequeño ajuste por la no compra de bonos de Grecia (este mes si se han comprado bonos de Chipre, pero por una cuantía muy pequeña, 0,098 mM). Esta cantidad es mayor a la adquirida en los dos primeros meses de programa (41,7 en marzo y 42 en abril), pero ligeramente inferior a las compras del mes de mayo y junio (45,4 y 45,2 mM respectivamente). Por tanto, en contra de lo anunciado, no ha habido menores compras en julio por falta de emisiones soberanas; como tampoco hubo una aceleración de las compras en mayo y junio (frontloading) que algunos miembros del BCE anticiparon. En este contexto, en las minutas de la reunión de junio, 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 julio, es similar con los vencimientos de las compras de los cuatro primeros meses de programa. El vencimiento promedio de las compras fue de 8 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 (10,6 años), Irlanda (9,8 años) y España (9,7 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.

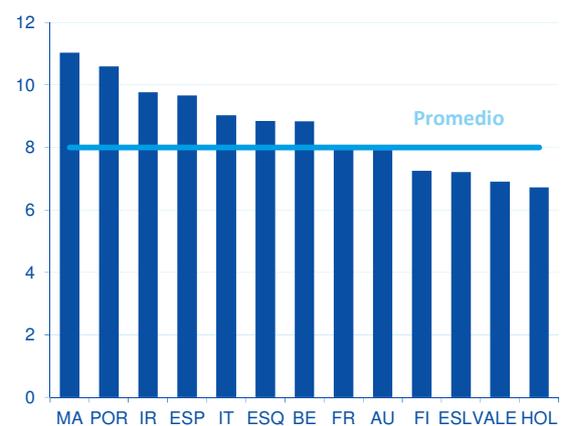
Respecto a las compras de bonos de organismos supranacionales y agencias, el pasado mes se han adquirido unos 6.3 mM euros, esto supone el 12% de las compras totales de bonos, de nuevo, BCE ha apurado el máximo establecido en las condiciones iniciales del programa.

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

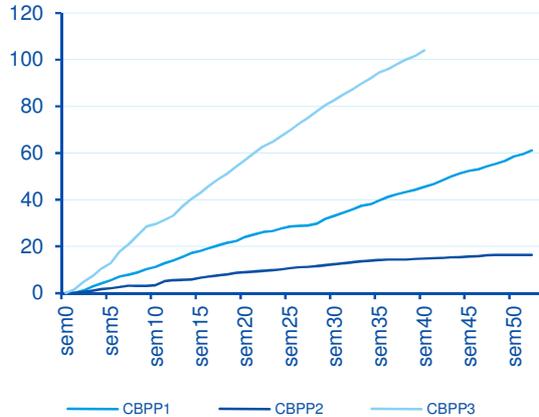
a.2) Programa de compra de activos privados

En julio, bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 9,9mM de euros, cifra ligeramente inferior, al promedio de las compras desde que ambos programas están en vigor (ABSPP y CBPP3) 12 mM de euros. En julio las compras bajo el CBPP3 ascendieron a 9 mM de euros mientras que las compras bajo el ABSPP ascendieron a 0,9 mM de euros. En lo que va de programa se han adquirido 104 mM de euros en bonos garantizados (el programa comenzó en octubre) y 9,7 mM de euros en bonos de titulización de activos (el programa comenzó en noviembre). Según el diseño de estos programas (ABSPP y CBPP3) el BCE puede llevar a cabo las compras tanto en el mercado primario como en el secundario. Bajo ambos programas, las compras se han realizado mayoritariamente en mercado secundario (80%).

Gráfico 3

CBPPs

Compras acumuladas semanales (EUR mM)

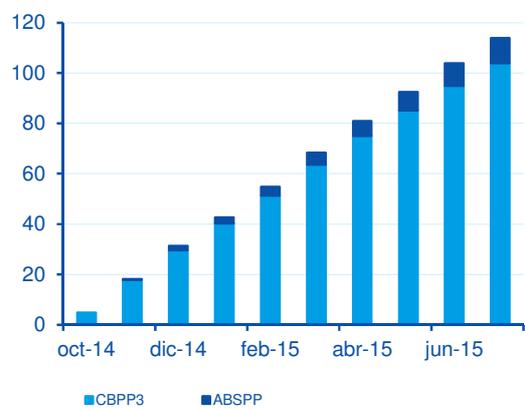


Fuente: BCE y BBVA Research

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 4 primeras operaciones de liquidez 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 tomado 384,2 mM de euros, de los cuales se estima que entorno al 60% ha sido solicitado por entidades de países periféricos. La próxima subasta tendrá lugar el 24 de septiembre. 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)

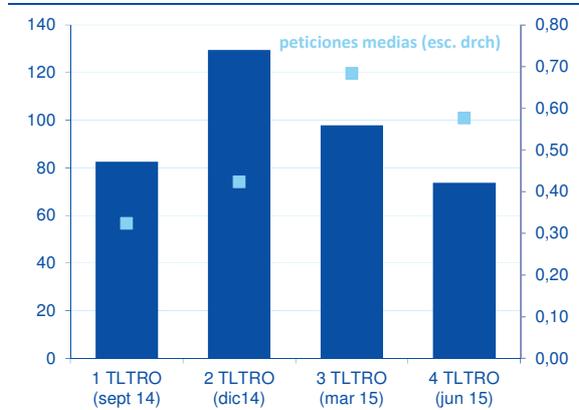
	Sep14	Oct14	Nov14	Dic14	Ene15	Feb15	Mar15	Abr15	May15	Jun15	Jul-15
TLTRO	82,6			130,0			97,8			73,8	
CBPP3		4,8	13,0	11,8	10,6	11,0	12,4	11,5	10	9,9	9,0
ABSPP		0,0	0,4	1,0	0,6	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6	0,9
PSPP							47,4	47,7	51,6	51,4	51,4

Fuente: BCE y BBVA Research

c) Operaciones “regulares” de financiación del Eurosistema

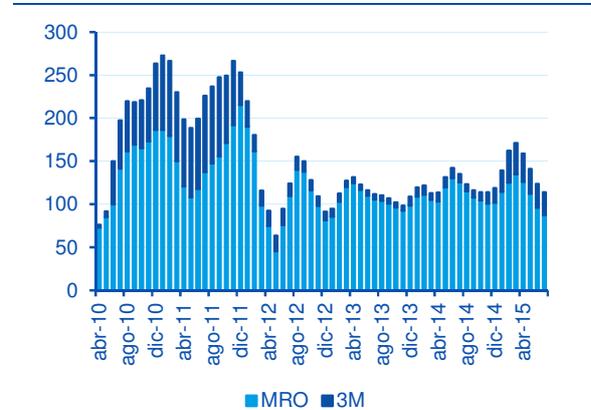
En julio, al igual que en los últimos 3 meses, se ha reducido la liquidez adjudicada en las subastas semanales (MROs) y mensuales (3M LTROs). Actualmente se sitúa en entorno a los 115 mM, ligeramente por debajo del promedio de 2014 (120 mM), después del aumento experimentado principalmente en enero y febrero debido al vencimiento de las LTROs a 3 años, (las entidades se pasaron a operaciones regulares).

Gráfico 5
TLTROs (mM de euros)



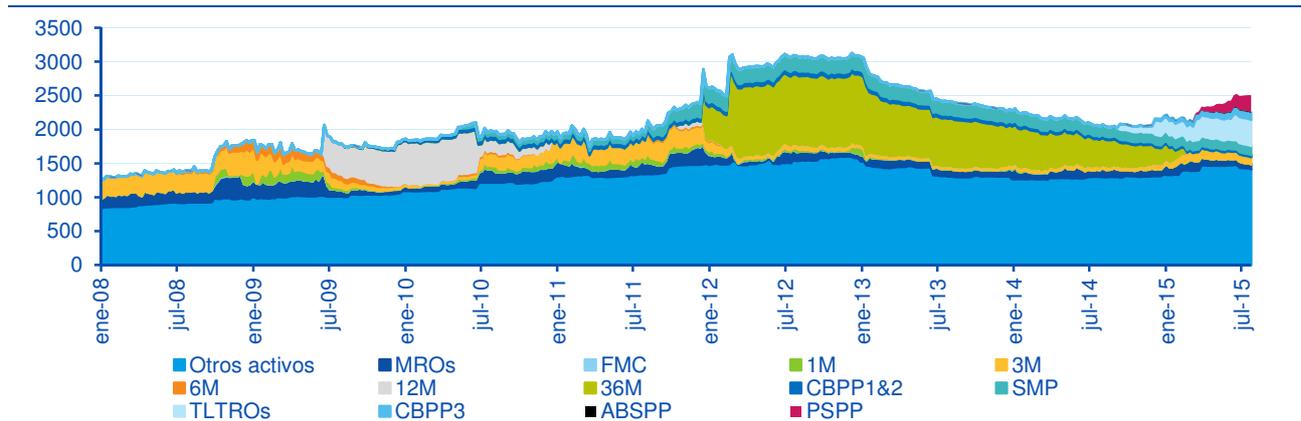
Fuente: BCE y BBVA Research

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

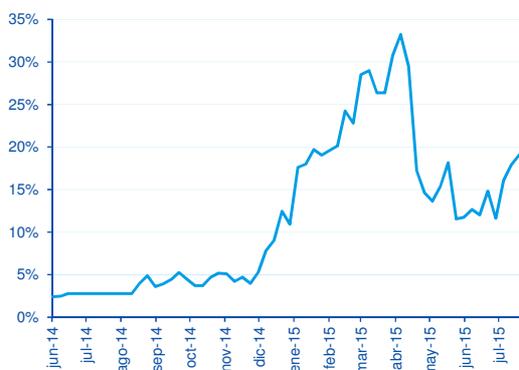
a.1) Impacto en los tipos de interés de la deuda soberana

La evolución de la crisis griega es el factor que ha seguido condicionando la evolución de los tipos de interés en la zona euro. De esta manera, el mes de Julio ha sido un mes volátil para los tipos de la periferia europea. El incremento de la probabilidad de salida de Grecia del euro hizo que los tipos de interés y la las primas de riesgo de la periférica continuaran aumentando en la primera parte del mes. No obstante, el movimiento fue limitado. Seguimos pensando, que tras este moderado contagio de Grecia subyace una clara confianza en que el BCE usará todas las herramientas disponibles para impedir una escalada de la fragmentación en los mercados de la eurozona. Aunque por ahora el BCE no ha acelerado significativamente el ritmo de compras, los mercados confían que la autoridad monetaria utilizaría este programa de forma más flexible (incremento de la cuantía o incluso

redistribución de las compras por países) u otros elementos disponibles (OMT), en caso que fuera necesario. No obstante, en la segunda parte del año, los tipos de interés de la periférica se contrajeron significativamente (el tipo de interés a 10 años se contrajo más de 40pb en España e Irlanda y 50bp en Italia), mientras que las primas de riesgo se estrecharon ligeramente menos (entren 25-35pb). Detrás de este comportamiento subyacen dos factores. En primer lugar, la disminución del riesgo de abandono del euro por parte de Grecia, una vez que el parlamento griego dio su apoyo a las medidas requeridas por los acreedores europeos. Lo que facilitó que Europa otorgara un crédito puente a Grecia que evitó el impago de la deuda, y se iniciaran las negociaciones de un nuevo rescate. En segundo lugar, los nuevos indicios que apuntan a que la desaceleración de la economía china podría ser más intensa de la previsto, favoreció un incremento de la aversión al riesgo y un aumento de flujos hacia los activos seguros, lo que presionó a la baja los tipos de interés de la deuda a nivel global.

La relajación de los tipos de interés, propiciada tanto por la relajación de la crisis griega como por el incremento de la prima de riesgo global, ha favorecido un ligero aumento del número de bonos que registra rentabilidades negativas (desde el 19% vs 12%). No obstante, a diferencia de en los primeros meses de implementación del programa de compras de bonos, actualmente son solo los bonos de mayor calidad crediticia y, fundamentalmente, de los plazos más cortos lo que registran dichas rentabilidades negativas. Por lo que el BCE puede permanecer relativamente cómodo con el actual ritmo de ejecución del programa.

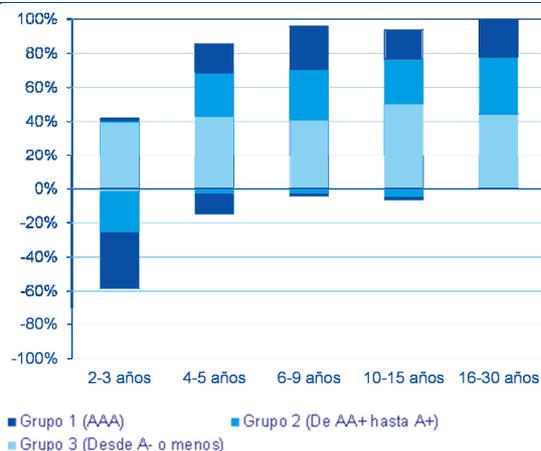
Gráfico 8
% de deuda soberana* (Eurozona) con tipos negativos sobre el total de deuda



*Elegible bajo el PSPP

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

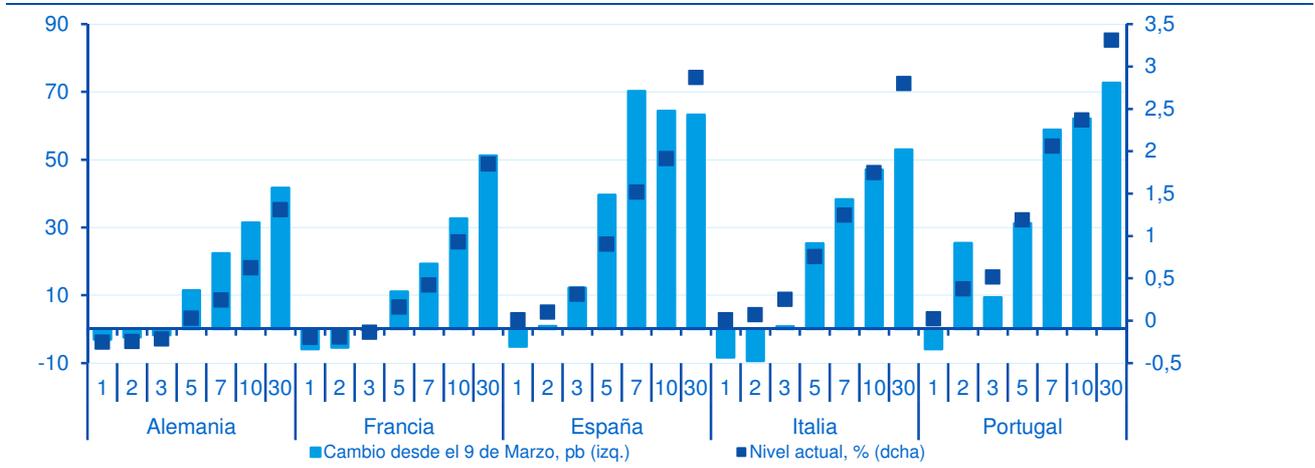


*Elegible bajo el PSPP

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: Baja el ritmo de emisión en Julio, en línea con el menor volumen de emisión de los meses de verano.

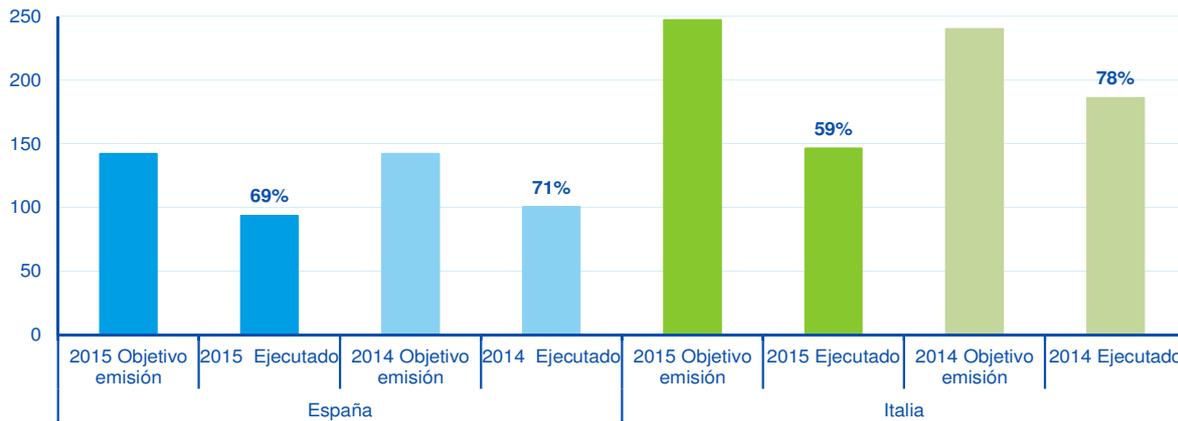
El ritmo de emisión de deuda soberana a medio y largo plazo en España e Italia se ha reducido ligeramente en Julio, en línea con la menor actividad que suelen mantener las emisiones soberanas en estos meses de verano. En el caso de España, el Tesoro ha emitido ya el 69% del total de emisiones brutas de deuda a medio y largo plazo prevista inicialmente (142 mM de euros). Podemos decir que el ritmo de emisión es alto y muy parecido al del año pasado (71%). Además, el gobierno español ha reducido en 2 mM de euros las necesidades netas de emisión, por lo que el montante de emisión ejecutado puede estar cercano al 70% de

las necesidades finales de emisión. En el caso de Italia, el ritmo de ejecución de las emisiones de deuda a medio y largo plazo es inferior al del año pasado (59% en 2015 vs 78% en 2014).

Podemos decir que la crisis Griega no está teniendo un efecto significativo en el ritmo de emisión de los periféricos

Gráfico 12

España e Italia: Emisiones brutas bonos soberanos a 31 de Julio (mM euros y % del objetivo de emisión brutal anual)

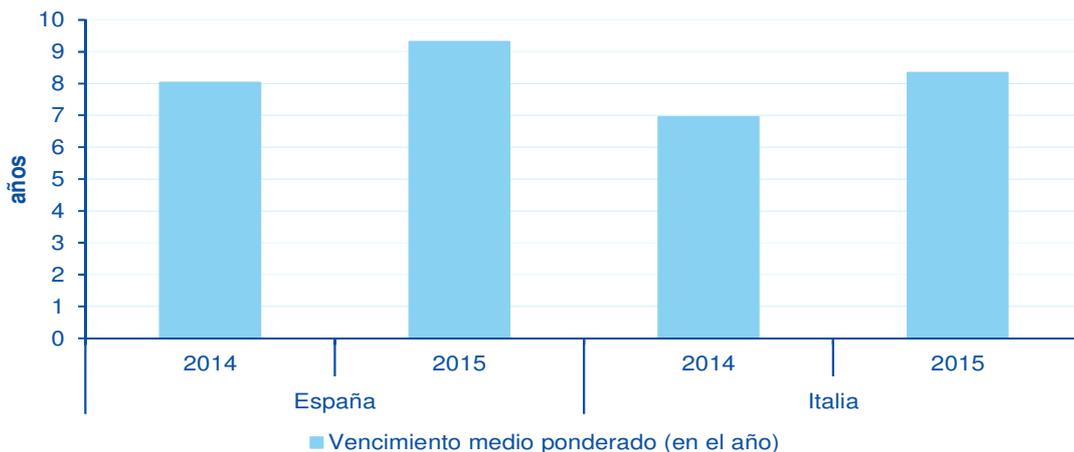


Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

Tanto España como Italia siguen incrementando el vencimiento medio de las nuevas emisiones. En términos acumulados, la vida media de la nueva deuda a medio y largo plazo emitida en 2015 se sitúa por encima de la de 2014 (ver gráfico) 9,2 años en España y 8,2 años en Italia.

Gráfico 13

España e Italia: Vida media de las nuevas emisiones a 31 de Julio 2015



Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

b) Impacto en tipo de cambio

El euro se ha mantenido en un rango estrecho en el último mes 1.08-1.11, en Julio, algo más depreciado que en Junio. Manteniendo la misma dinámica respecto a la crisis griega. Esto es, apreciándose ante tensiones en Grecia y depreciándose cuando las tensiones se moderan. El estatus

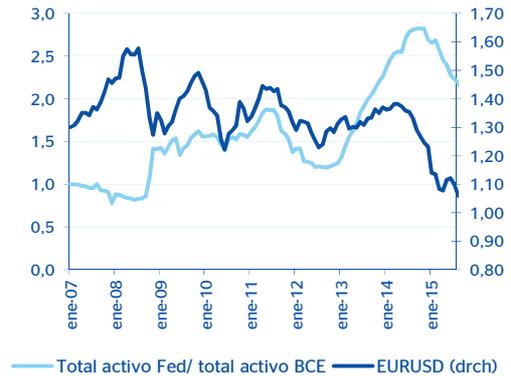
actual del euro como moneda de *funding* puede explicar este comportamiento. Ante episodios de tensión se aceleran los flujos hacia euro, mientras que un descenso de la aversión al riesgo propicia que lo inversores se financien en euros a tipos bajos e invierta en monedas con mayor retorno, lo que deprecia al euro.

Gráfico 14
EURUSD



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15
EURUSD y políticas monetarias (Fed/BCE)



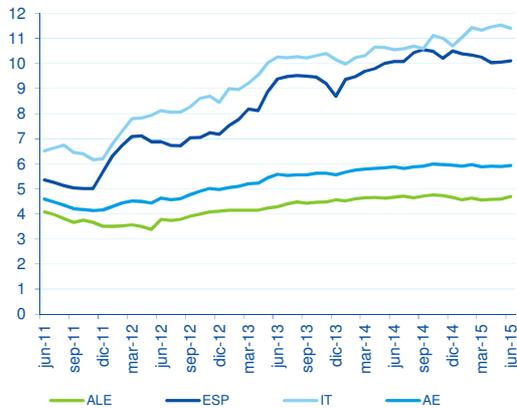
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

c) Tenencias de bonos soberanos por parte de entidades financieras

En junio, de acuerdo con los datos publicados por el BCE de tenencias bonos soberanos de la zona euro por parte de entidades financieras, las entidades del área euro, con la excepción de España y Bélgica, continuaron deshaciéndose de bonos soberanos. Así, para el conjunto de la zona euro, las entidades financieras redujeron sus tenencias de bonos soberanos en 12,7 mM de euros, en línea a la del pasado mes, cuando redujeron sus tenencias en 10,3 mM de euros. El descenso en junio ha venido principalmente por la por parte de entidades francesas que redujeron sus tenencias en 13,5 mM de euros, seguidas por entidades italianas y alemanas. Las entidades italianas redujeron sus tenencias en 3,2 mM de euros y españolas aumentaron sus tenencias de bonos en 3,1 mM de euros. En promedio del segundo trimestre del año, las entidades españolas redujeron sus tenencias en 2,3 mM de euros y las entidades italianas incrementaron sus tenencias en 1,8 mM de euros.

Gráfico 16

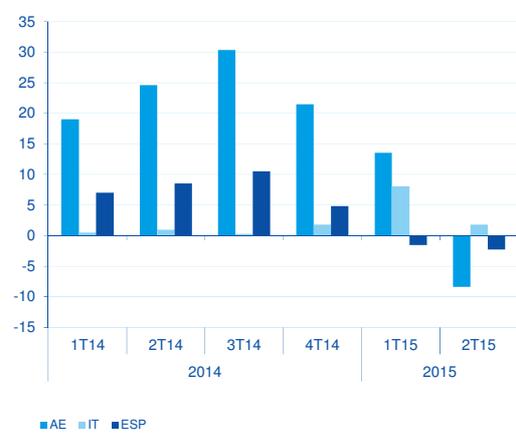
Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras sobre total activos bancarios (%)



Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 17

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



Fuente: BCE 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.

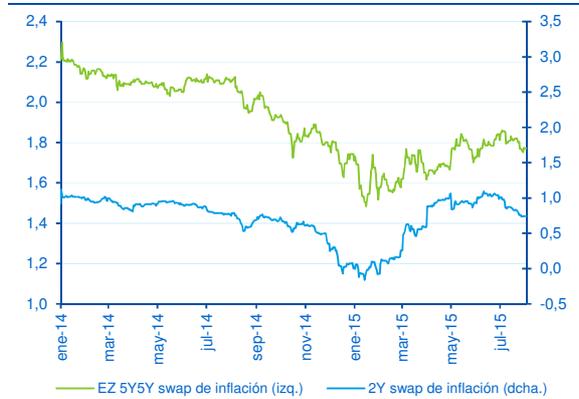
Los datos más recientes de actividad apuntan a que los componentes internos habrían seguido apoyando la recuperación en el segundo trimestre, aunque con algo menos de empuje que en el primero. Sin embargo, el sector exterior habría vuelto a contribuir positivamente al crecimiento, tras el decepcionante desempeño de las exportaciones a comienzo de año. Con todo, nuestro modelo de corto plazo, MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB del 0,4% t/t en 2T15 en la zona euro. Para el tercer trimestre sólo se disponen de los datos de confianza de julio, tanto los de la Comisión Europea como los PMIs, que se mostraron relativamente estables y apuntan a un impacto muy limitado de la intensificación de la crisis griega en junio y julio y cierta estabilización en el ritmo del crecimiento del PIB a principios de 3T15. No obstante, a diferencia del ligero aumento del indicador de sentimiento económico, apoyado en la mejora de las expectativas del sector servicios y de la industria, el PMI compuesto se redujo ligeramente y podría estar reflejando las dudas sobre la desaceleración de la demanda global, especialmente de las economías emergentes. Este impacto de la menor demanda externa podría variar a través de los países de la región. Alemania podría haber perdido algo de tracción (sobre todo por la caída de pedido del exterior) mientras que Francia continúa mostrando señales de debilidad, si bien el ritmo de crecimiento parece mantenerse en la periferia.

Respecto a la evolución de los precios, la inflación en julio se mantuvo estable en el 0,2% a/a, en línea con lo esperado, puesto que la intensificación de la caída de los precios de los productos energéticos y la moderación de los de los alimentos, especialmente los no elaborados, fue compensada por el ligero aumento de la inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos. La inflación subyacente, por tanto, se aceleró en 0,1pp hasta el 0,9% a/a, lo que podría estar reflejando en parte la mejora de la demanda doméstica y cierta traslación de la depreciación del euro durante el último año. Hacia delante, continuamos esperando que la inflación permanezca relativamente estable o aumente ligeramente durante el tercer trimestre, y no será hasta el último cuando se aprecie un mayor repunte hasta tasas de alrededor del 1% debido a la desaparición de los efectos base de los precios de la energía (tras la intensa caída a

finales de 2014) para alcanza una media anual en torno al 0,3% en el conjunto de 2015. No obstante, la reciente evolución de los precios de las materias primas, en especial del petróleo, pone un sesgo a la baja en la evolución de la inflación en el corto plazo, Para 2016, la inflación se mantendrá claramente por debajo del objetivo del BCE y esperamos que registre una media anual del 1,3%.

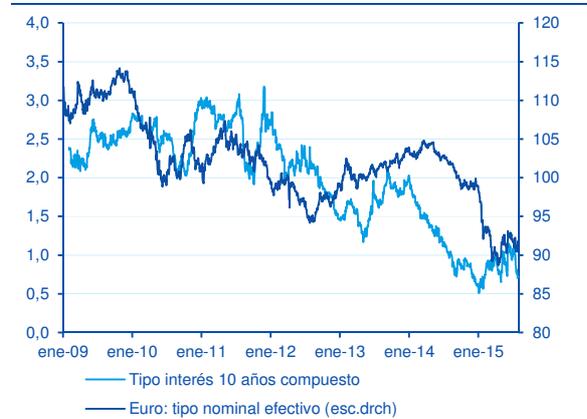
Respecto a las expectativas de inflación descontadas por el mercado, medidas como el swap de inflación 5y5y, han mantenido una ligera tendencia a la baja en el mes de julio, presionadas por la nueva incertidumbre que rodea a los precios de las materias primas. No obstante, actualmente se sitúan en torno a 1,74%, niveles por encima de principios mayo.

Gráfico 18
Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 19
Tensionamiento condiciones financieras



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 julio, el banco central ha superado el objetivo mensual de compras (61,3 mM de euros), al igual que en mayo y junio; por tanto, no ha habido menores compras en el mes por falta de emisiones soberanas como algunos miembros del BCE anticiparon. En la reunión de política monetaria de julio, el Sr. Draghi se mantuvo firme sobre la plena implementación del plan de QE. En nuestra opinión, el mensaje del BCE sigue siendo de bastante apoyo, lo que es especialmente importante en el clima actual donde la incertidumbre es elevada, no solo por la situación griega, sino también debido a otros factores de riesgo globales.

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.