

## BANCOS CENTRALES

# Monitorizando la expansión de balance del BCE (enero 2016)

Agustín García / María Martínez / Cristina Varela

## Expansión de balance

- En los once primeros meses del programa, el BCE adquirió 544,2 mM de euros de bonos públicos (PSPP, por sus siglas en inglés), 100,3<sup>1</sup> mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) y 14,2<sup>2</sup> mM a través del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, por sus siglas en inglés.)
- En enero, el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés, y que incluye activos públicos y privados) ha superado el objetivo mensual de 60 mM euros marcado, se han adquirido 62,4 mM euros, después de haberse reducido significativamente en diciembre. El BCE compró bonos por importe de 52,9 mM euros, 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<sup>3</sup> (este mes tampoco ha comprado bonos de Chipre). El vencimiento de la deuda adquirida hasta enero, es similar a la de los meses previos. 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).
- Bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 9,5 mM euros, cifra ligeramente inferior al promedio de compras desde la entrada en vigor de ambos programas (ABSPP y CBPP3) 11 mM euros, concentradas en Covered Bonds (7,2 mM euros).

## Deuda soberana: exposición de la banca y emisiones de soberanos

- En diciembre, las entidades financieras de la zona euro redujeron sus tenencias de bonos soberanos en 71 mM de euros en diciembre, una de las mayores caídas registradas. En concreto, redujeron fuertemente su exposición a deuda pública los bancos franceses (en 23,8 mM euros), los italianos (en 15,7 mM euros) y los españoles (en 12,3 mM euros).
- En enero, las emisiones de bonos en los países periféricos han seguido la pauta de 2015. España ha emitido el 14,9% (14% en 2015) del objetivo anual de emisión de deuda a largo y medio plazo (125mM euros) e Italia ha emitido el 9% (11% en 2015) del objetivo estimado para 2016 (224mM euros). La vida media de las emisiones de enero es inferior a la registrada en el mismo mes del año anterior si bien las emisiones sindicadas de bonos a largo plazo previstas para Febrero puede corregir este efecto.

1: 150,5 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.

2: 17,2 mM desde que el programa entró en vigor en noviembre 2014.

3: De momento, según detalló Draghi en la reunión de política monetaria de julio, Grecia no cumple con los criterios para empezar a comprar bonos.

## Entorno de mercados

- En enero, los mercados financieros han estado dominados por un entorno de aversión al riesgo propiciado por la incertidumbre relativa la desaceleración económica en China, los efectos de segunda ronda derivados de los bajos niveles de los precios del crudo (sobre inflación y sobre las compañías productoras de materia primas) y, más recientemente, por la debilidad de los datos de actividad de Estados Unidos. En este entorno, continúa la corrección en las bolsas mundiales y se intensifica el refugio en bonos soberanos, principalmente en los bonos de mayor calidad crediticia, lo que presiona a la baja las rentabilidades (desde principios de año los tipos de interés a 10 años han caído en -32pb en Alemania y -40bp en Estados Unidos). En los países periféricos, la prima de riesgo ha ampliado ligeramente - incertidumbre política y aumento de la percepción de riesgo bancario tras la resolución de Novo Banco en Portugal y la estrategia para limpiar el balance de los bancos italianos.. En este entorno, el volumen bonos con rentabilidades negativas sigue aumentando, sobre todo en el tramo 4-5años, abarcando ya no sólo los bonos de mayor calidad crediticia si no también el siguiente escalón (AA+ hasta A+). La curva monetaria europea registra tipos de interés negativos hasta el plazo de 9 meses, mientras que los futuros del Euribor a 12 meses también señalan tipos negativos por debajo de los alcanzados a principios de diciembre 2015, lo que adelanta nuevas acciones por parte del BCE.
- Por otro lado, a pesar del discurso bajista del BCE, el euro no ha roto a la baja los niveles de 1,08 dólares (salvo en momentos puntuales), pero su rango de cotización se ha estrechado (1,10-1,08 US dólares). En las últimas semanas los flujos de *carry trade* parecen volver a beneficiar marginalmente al euro.

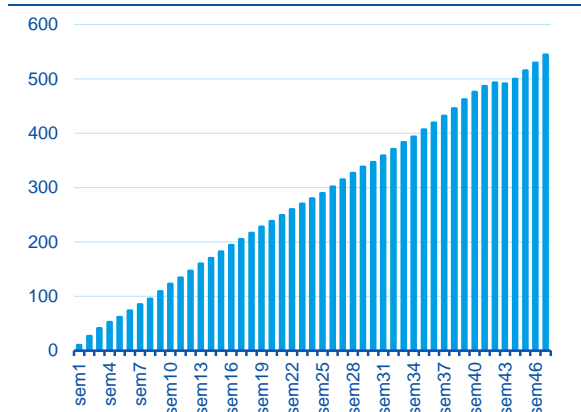
## Entorno macro

- Los datos más recientes apuntan a que la recuperación en la zona euro podría haber ganado algo de tracción durante el último trimestre de 2015, a pesar de resentirse del fuerte aumento de la incertidumbre. El crecimiento continúa apoyado en los factores domésticos y también con señales algo más optimistas para las exportaciones. Nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de alrededor del 0,4% t/t en 4T15 que podría acelerarse algo nuevamente a principios de este año. Sin embargo, la inflación sorprendió a la baja en diciembre por segundo mes consecutivo (0,2% a/a frente al 0,5% a/a esperado), debido fundamentalmente a que la caída de los precios del petróleo limitó el efecto base previsto en la inflación del componente energético, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 0,9% a/a. En este contexto, la evolución de los precios del petróleo continuará siendo el principal determinante en los próximos meses. La inflación podría moderarse en febrero y registrar tasas ligeramente negativas a partir de marzo, que podrían extenderse durante el segundo trimestre. Para el conjunto de 2016, esperamos que la inflación general se sitúe en el 0,2% y la subyacente en el 1%. Respecto a este escenario, la alta incertidumbre sobre los precios de las materias primas hace que sigamos viendo riesgos a la baja durante este año, pero también riesgos al alza en 2017 por previsible rebote del precio del petróleo o mayor fortaleza de la demanda doméstica.
- Otros indicadores de inflación, como las expectativas inflación 5y5y, y nuestros indicadores compuestos (que abarcan medidas de inflación desde el dato corriente hasta expectativas a diez años), se ha deteriorado significativamente en enero, principalmente en el componente de medio y largo plazo, en línea con los precios de materias primas, que han seguido intensificado su caída.

### Que esperamos del BCE

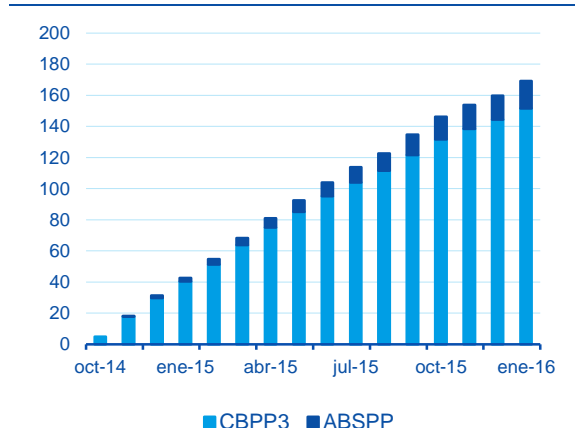
- En la reunión de política monetaria celebrada el pasado 21 de enero, el BCE abrió la puerta a más medidas en marzo en respuesta al contexto de mayor incertidumbre global y los crecientes riesgos a la baja. Esperamos un recorte del tipo de la ventanilla de depósito en 10 puntos básicos, así como cambios en el APP. Si bien la situación cíclica y la fragilidad de la recuperación justifican el mantenimiento de una política monetaria altamente acomodaticia, pero lo cierto es que el margen y la efectividad de la actuación del BCE es cada vez menor.

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



Fuente: BCE y BBVA Research

Grafico 2  
**CBPP3 y ABSPP Compras acumuladas semanales (EUR mM)**



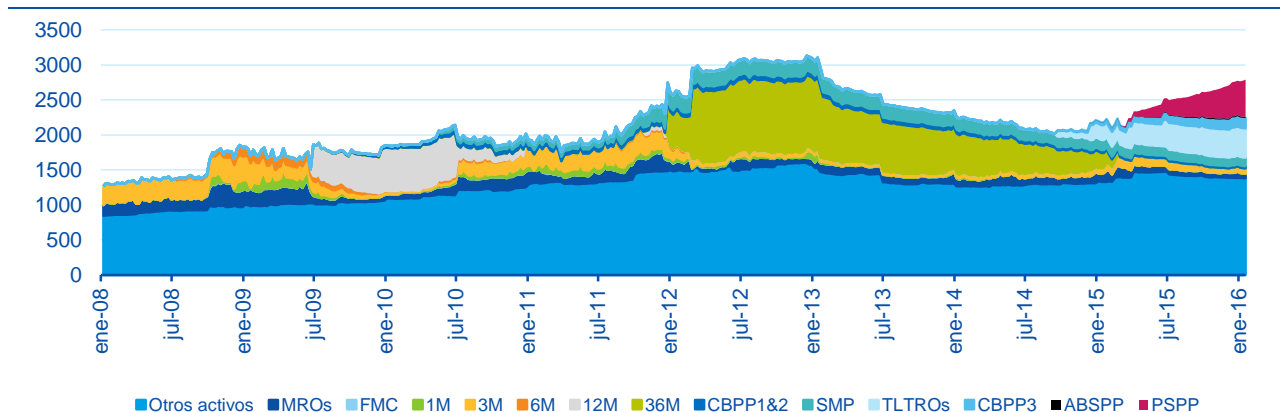
Fuente: BCE y BBVA Research

Tabla 1  
**Medidas de expansión monetaria (mM de euros)**

	sep-14	oct-14	nov-14	dic-14	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	jun-15	jul-15	ago-15	sep-15	oct-15	nov-15	dic-15	ene-16
TLTRO	82,6			130,0			97,8			73,8			15,5			18,3	
CBPP3		4,8	13,0	11,8	10,6	11,0	12,4	11,5	10,0	9,9	9,0	7,5	10,1	10,0	6,9	5,8	7,2
ABSPP		0,0	0,4	1,0	0,6	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6	0,9	1,3	1,9	1,6	0,6	0,1	2,3
PSPP							47,4	47,7	51,6	51,4	51,4	42,8	51,0	52,2	55,1	44,3	52,9

Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 3  
**Balance BCE (mM de euros)**



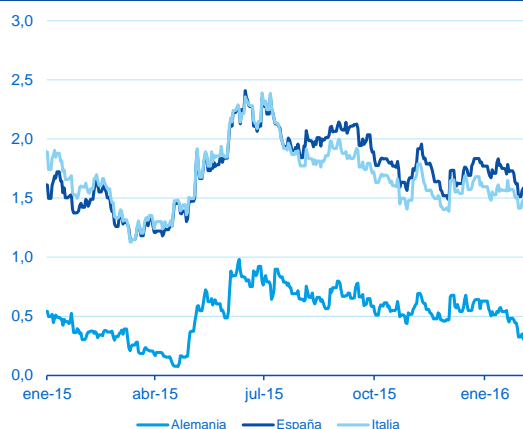
Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

**Gráfico 4**  
**% de deuda soberana\* (Eurozona) con tipos negativos sobre el total de deuda**



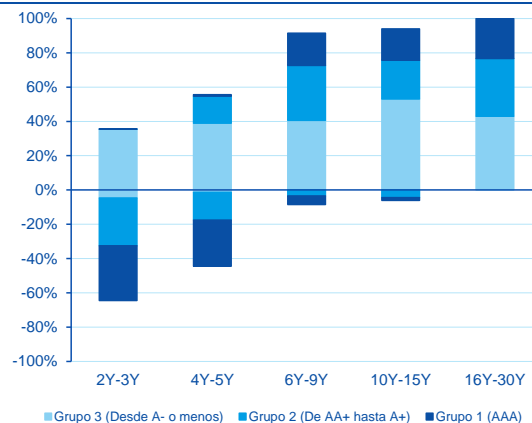
\*Elegible bajo el PSPP  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

**Gráfico 6**  
**Tipos de interés a 10 Años (%)**



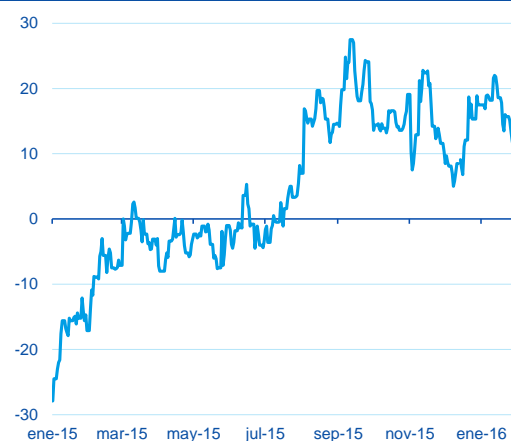
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

**Gráfico 5**  
**% de deuda soberana\* (Eurozona) con tipos positivos/negativos, por rating país.**



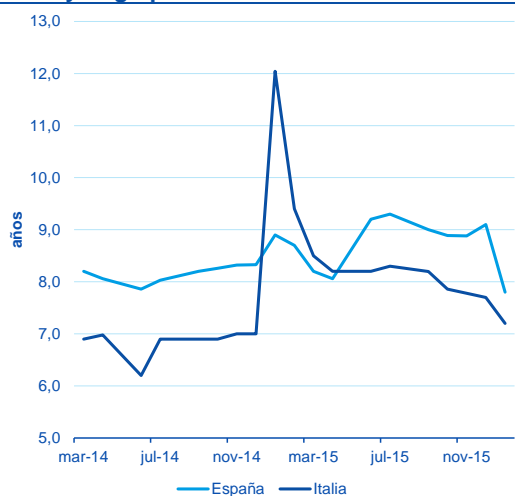
\*Elegible bajo el PSPP  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

**Gráfico 7**  
**Diferencial bono a 10 Años España- Italia (PB)**



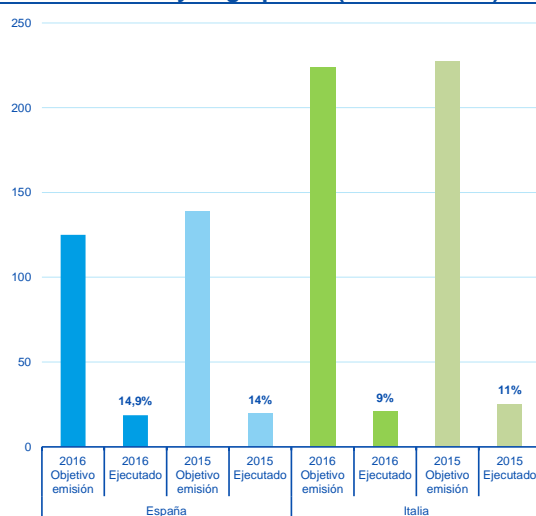
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8  
Vida media nuevas emisiones de deuda\* a medio y largo plazo



Fuente: Tesoros Nacionales, Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 9  
Evolución de los programas de emisión de bonos a medio y largo plazo (mM de euros)



Fuente: Tesoros nacionales Bloomberg y BBVA Research

Tabla 2  
Tenedores de deuda (% del total de deuda)

Países	No Residentes		Bancos Residentes	
	2014	2015	2014	2015
Alemania	61,8%	59,6%	23,6%	23,4%
Francia	64,3%	63,9%	9,8%	9,7%
Italia	37,6%	39,9%	22,4%	21,8%
España	42,6%	47,1%	30,4%	28,3%

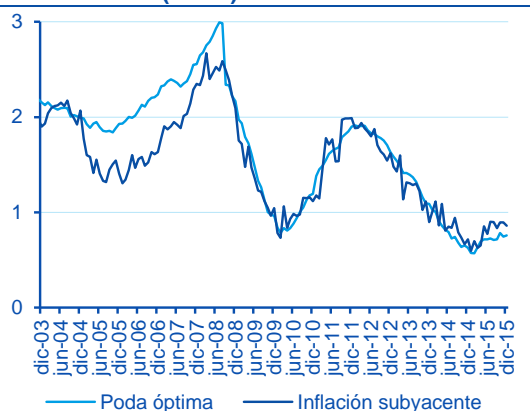
Fuente: Bancos centrales, Tesoros nacionales y BBVA Research

Tabla 3  
Emisión neta de bonos a medio y largo plazo (mM de euros)

	2016
Alemania	-2,5
Francia	79,0
Italia	40,0
España	45,0
Resto eurozona	32,9

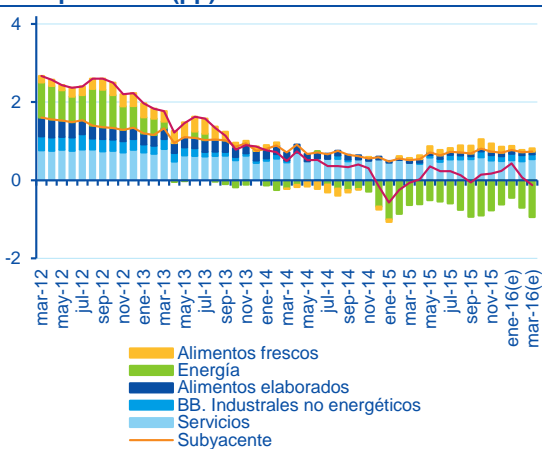
Fuente: Bloomberg, Tesoros nacionales y BBVA Research

Gráfico 10  
**UEM: inflación (% a/a)**



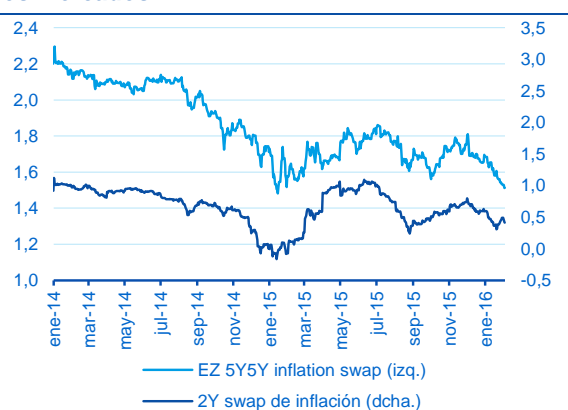
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 11  
**UEM: Inflación (% a/a) y contribución componentes (pp)**



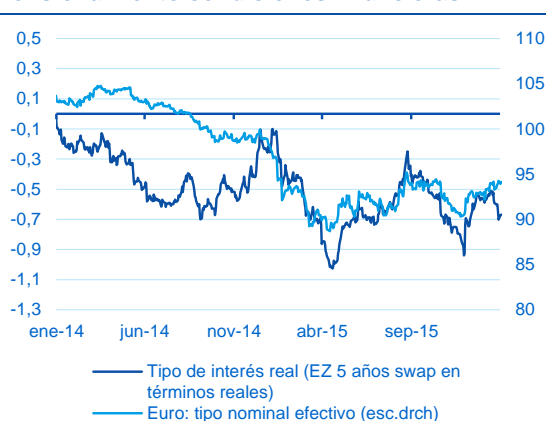
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 12  
**Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados**



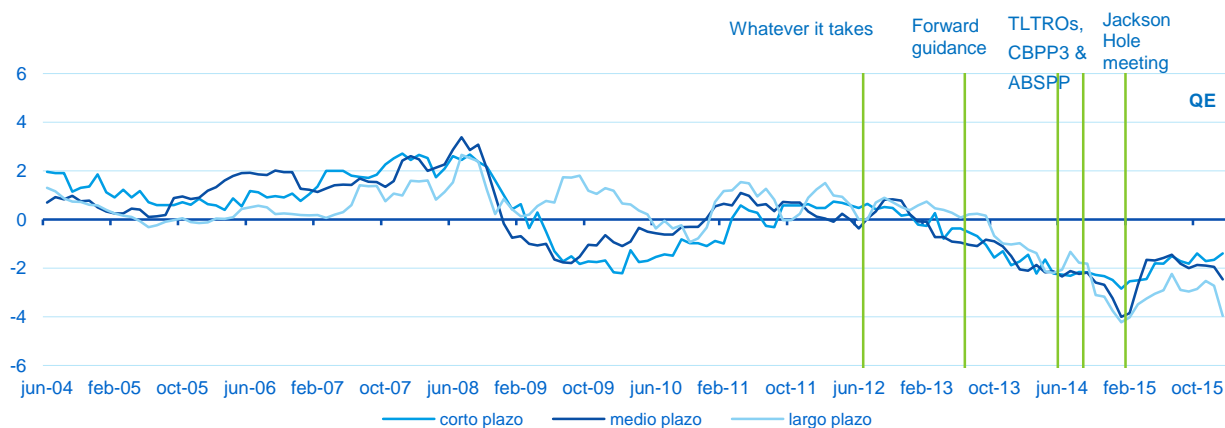
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 13  
**Tensionamiento condiciones financieras**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 14  
**Indicadores compuestos para monitorizar la inflación\***  
Desviaciones estándar respecto a la media



\*Estos indicadores se construyen utilizando análisis de componentes principales. Para combinar estas diversas variables en cada subíndice, se calcula un Z-score para cada uno, y luego el primer componente principal de estos Z-score. Las variables incluidas en el corto plazo son: inflación general y subyacente y deflactor del PIB. En el medio plazo: previsiones de inflación del BCE a dos años vista, el swap de inflación a dos años y la inflación a dos años vista publicada por el *Survey of Professional Forecasters*. En el largo plazo: el swap de inflación a cinco años, la inflación a largo plazo publicada por el *Survey of Professional Forecasters* y el swap de inflación 5 años dentro de 5 años. Se publicará en la página web un observatorio económico explicando los indicadores.

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

**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.