

## BANCOS CENTRALES

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

Agustín García / María Martínez / Cristina Varela

## Expansión de balance

- En los 12 primeros meses del programa de compra de activos, el BCE adquirió 597,5 mM de euros de bonos públicos (PSPP, por sus siglas en inglés), 108<sup>1</sup> mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) y 15,5<sup>2</sup> mM a través del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, por sus siglas en inglés).
- En febrero, 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 62,1 mM euros. El BCE compró bonos por importe de 53,4 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 promedio de las compras fue de 8 años, similar al de meses previos e inferior a la media de los bonos elegibles bajo el QE (9,1 años).
- Bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 8,7 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 (7,8 mM euros).
- Un año después de que el BCE comenzase a comprar bonos soberanos (9 de marzo de 2015), el pasado 10 de marzo, en su reunión de política monetaria, el BCE recortó tipos y anunció nuevas medidas no convencionales para contrarrestar los acentuados riesgos que afectan al objetivo de estabilidad de precios. El banco central anunció: i) un recorte en el tipo de referencia principal en 5 puntos básicos al 0,0 %, nivel mínimo en términos históricos, un recorte en el tipo de facilidad de depósito en 10 puntos básicos al -0,40 % y un recorte en el tipo de préstamo marginal en 5 puntos básicos al 0,25 %; ii) la expansión de las compras mensuales bajo el APP en 20 mM de euros hasta los 80 mM euros; iii) la inclusión a partir de junio de bonos denominados en euros con grado de inversión emitidos por corporaciones no bancarias) y iv) la puesta en marcha de una nueva ronda de TLTRO a cuatro años. Estas medidas podrían permitir una ampliación significativa del balance, considerando el incremento de compras mensuales (20 mM euros x 12 meses) y el previsible rollover de antiguas TLTRO en nuevas TLTROs (unos 400 mM euros), que podría alcanzar niveles cercanos a 4.000 mM euros el año que viene desde los 2.800 actuales. (véase). Con estas medidas, el BCE lanza la señal de que su estrategia de relajación monetaria cambiará desde el recorte de tipos hacia otras medidas no convencionales (como la expansión del balance).

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

- Las entidades financieras de la zona euro aumentaron sus tenencias de bonos soberanos en 54,7 mM de euros en enero, uno de los mayores incrementos registrados. En concreto, aumentaron fuertemente

1: 158,3 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.

2: 18,5 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.

su exposición a deuda pública los bancos franceses (en 28,5 mM euros), los italianos (en 8 mM euros) y los españoles (en 7 mM euros).

- Las emisiones de bonos están siguiendo una pauta similar a la registrada en 2015, con la eurozona habiendo financiado algo más de 20% de sus necesidades de emisión brutas en 2016 (EUR858 mM), sesgado hacia el tramo 7-10 años es el que acumula el mayor porcentaje de las emisiones realizadas este año. El ritmo de financiación en los países periféricos es algo inferior al del año pasado. España ha emitido el más del 29% (35% en 2015) del objetivo anual de emisión de deuda a largo y medio plazo (125mM euros) e Italia ha emitido el 21% (33% en 2015) del objetivo estimado para 2016 (224mM euros). La vida media de las emisiones se ha recuperado, gracias a los programas de sindicados. El interés de inversores internacionales por la deuda a largo plazo española va incrementado. En la emisión del bono sindicado a 30 años que realizó el tesoro español en marzo, el 85% de la demanda estuvo en manos de extranjeros (66% en enero 2016). La demanda de fondos de inversión y pensiones también aumentó hasta el 67% (48% en enero).

## Entorno de mercados

- En febrero se produjo un cambio en la tendencia de aversión al riesgo que afectó a los mercados financieros a nivel global, y bancario en particular (propiciado por la incertidumbre sobre la desaceleración China, los efectos de la caída de los precios del crudo y los impactos de regulación y tipos negativos en el sector bancario). Dos factores han contribuido esta mejora de la percepción de mercado. En primer lugar, el apoyo de los principales bancos centrales, que han incrementado el tono laxo de sus discursos. A este respecto, sobresale la frase del presidente del BCE *"el BCE no se rendirá a niveles bajos de inflación"*, y su nueva batería de medidas para reflotar la economía. También el Banco de China ha hecho esfuerzos por reducir la incertidumbre acerca de la tendencia del RMB, fijando el cambio algo más apreciado, mientras que las autoridades chinas se han mostrado proclives a apoyar el aterrizaje suave de la economía con medidas fiscales y monetarias. Además, la Fed también ha apuntado que no tiene prisa por proseguir su política de normalización de tipos, consciente de los riesgos sobre la economía global, lo que ha propiciado que los mercados descuenten solo una subida de tipos en Estados Unidos. Por otro lado, otro factor que ha contribuido a moderar la prima de riesgo del mercado ha sido la recuperación del precio del petróleo antes la posibilidad de que los países de la OPEP alcancen un acuerdo para estabilizar la producción en los niveles de enero 2016. Por último, las sorpresas positivas en algunos de los datos de actividad en EE.UU también han contribuido a la mejora de entorno del mercado. En este entorno, los activos de riesgo (bolsas, bonos y divisas emergentes y activos por debajo de grado de inversión) recuperaron parte de las pérdidas acumuladas en el año.
- La tendencia deuda europea, sin ser ajena a la evolución de los riesgos globales, ha estado más condicionada por las expectativas de acción del BCE. En este sentido, la proporción de deuda de la eurozona con tipos negativos se situó por encima del 40%). La deuda periférica estuvo condicionada por los riesgos políticos y financieros, lo que impidió una relajación inicial mayor de la prima de riesgo. Sin embargo, las medidas anunciadas por el del BCE apoyó un incremento de las rentabilidades de los bonos "core", principalmente de los tramos más cortos (la pendiente 2-10años se positivizó 8pb, hasta los 75pn aplanó), y un descenso de las rentabilidades en los bonos de la periferia, con la consiguiente reducción de las primas de riesgo (España -22pb, Italia -29bp en el último mes). Además, la deuda de las entidades de crédito también mejoró como consecuencia de las expectativas de mejora para el margen por intereses de los bancos que suponen las nuevas TLTRO y, sobre todo, el freno en el discurso de ahondar en los tipos negativos.
- Por otro lado, la volatilidad en los movimientos del euro ha sido elevada, la divisa ha estado fluctuando entre 1,13 y 1,08 contra el dólar, en función del diferencial de política monetaria entre EE.UU y Europa.

El movimiento del euro obedece en gran medida la combinación de ajuste a la baja de las expectativas de subida de tipos en Estados Unidos y la precepción de que los tipos negativos en Europa estarían tocando suelo. No obstante, el incremento de balance que suponen las nuevas medidas, debería terminar afectado a tendencia de normalización del euro.

## Entorno macro

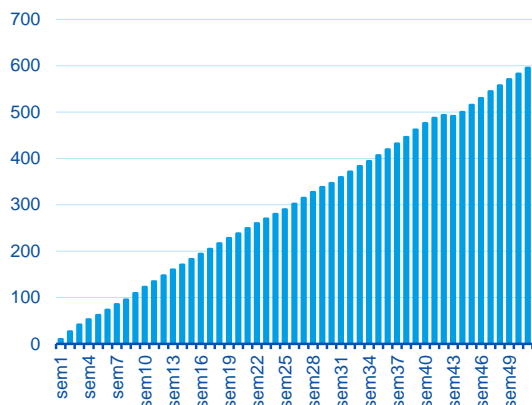
- A pesar del fuerte aumento de la incertidumbre a principios de año, los datos más recientes de actividad apuntan a que la recuperación avanza a un ritmo moderado y relativamente estable en el primer trimestre del año apoyada en la fortaleza de la demanda doméstica. Por un lado, los datos reales de actividad hasta enero evolucionaron mejor de lo esperado. Las ventas al por menor aumentaron por segundo mes consecutivo y vuelven a crecer a tasas robustas, lo que apunta a que la moderación del consumo privado a finales de 2015 pudo haber sido temporal, con unos fundamentales que continúan reforzándose con la caída de los precios de la energía y la mejora del mercado de trabajo. Además la producción industrial sorprendió en enero con un fuerte crecimiento generalizado por componentes y, sobre todo, por la consolidación del aumento de los bienes intermedios (un crecimiento de alrededor de un 4% anualizado) y el rebote de los bienes de capital. No obstante, las dudas siguen sin despejarse y el fuerte aumento de la incertidumbre a principios de año, tanto global como idiosincrática, se dejó notar en un empeoramiento de las encuestas de confianza hasta febrero. A pesar de esta corrección, el sentimiento de los agentes continúa en niveles elevados y será determinante para que se materialicen las decisiones de gasto e inversión en los próximos trimestres, sobre todo ante un escenario de desaceleración de la demanda global que está pesando sobre las ventas al exterior. Con toda esta información, nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de entre 0,3 y 0,4% t/t en el primer trimestre del año, algo más moderado de lo que anticipábamos hace tres meses y con los riesgos que continúan a la baja.
- Respecto a los precios, la inflación sorprendió en febrero, no tanto porque volviera a terreno negativo (-0,2% a/a), ya que se anticipaba por la fuerte caída del precio del petróleo, sino por la moderación de la inflación subyacente (en dos décimas, hasta el 0,8% a/a) que alimenta los temores sobre posibles efectos de segunda ronda de los precios de la energía. De acuerdo a las encuestas de confianza, las empresas continúan trasladando a los consumidores las bajadas de los precios de las materias primas, si bien el efecto debería ser limitado si el consumo sigue robusto en un contexto de reducidos márgenes empresariales y gradual mejora del mercado de trabajo. La evolución de los precios del petróleo continuará siendo el principal determinante del comportamiento de la inflación en los próximos meses (cuya caída podría intensificarse de nuevo en marzo y continuar registrando tasas negativas durante el segundo trimestre (cuando prevemos que los precios del petróleo alcancen el mínimo), y a pesar de que en las últimas semanas ha sorprendido su recuperación, tenemos dudas de que sea sostenible, teniendo en cuenta nuestro escenario base.
- En la reunión de política monetaria de marzo, tal como esperaba, el banco central revisó significativamente a la baja sus proyecciones de inflación. Asimismo, redujo sus previsiones de crecimiento para 2016 y 2017 (al tiempo que anunció un crecimiento esperado del 1,8 % para 2018)

## Que esperamos del BCE

- En la reunión de política monetaria celebrada el pasado 10 de marzo, además del nuevo paquete de medidas, el BCE subrayó que existe espacio para adoptar más (ante las dudas crecientes que existen sobre el margen y la efectividad de las políticas monetarias), descartando la visión de que ya se ha hecho todo lo que se podía hacer en términos de política de flexibilización, recalcando que, en caso de necesidad, preferiría aplicar medidas no convencionales por encima de recortes adicionales de tipos.

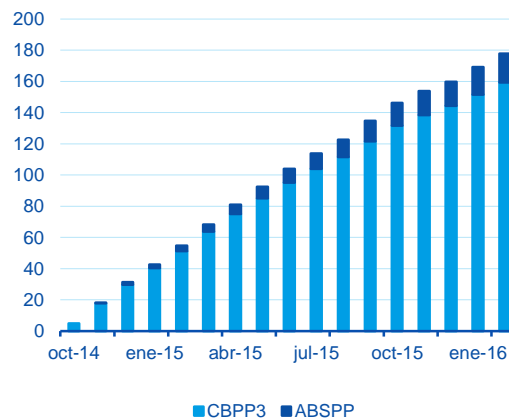
Este cambio de estrategia, es bienvenida, por las posibles consecuencias negativas de persistir en tipos negativos. Dicho esto, a pesar del nuevo paquete de medidas adoptadas (que han sido bien acogidos), hay que tener en cuenta que: el BCE tiene cada vez menos margen para maniobrar al tiempo que, como afirmó Draghi, la efectividad de las medidas monetarias adicionales disminuye en la medida en que no estén acompañadas de estímulos fiscales coordinados.

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)**



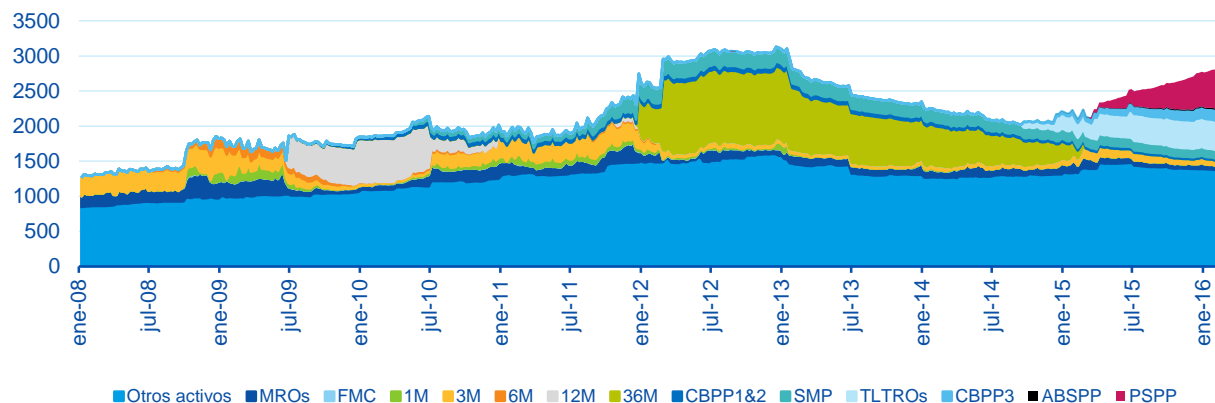
Fuente: BCE y BBVA Research

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	feb-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	7,8
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	0,9
PSPP							47,4	47,7	51,6	51,4	51,4	42,8	51,0	52,2	55,1	44,3	52,9	53,4

Fuente: BCE y BBVA Research

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



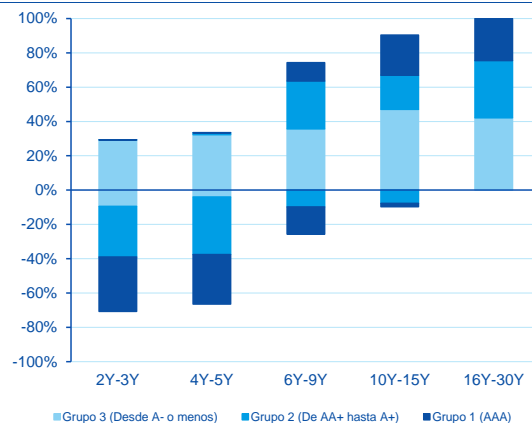
Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

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



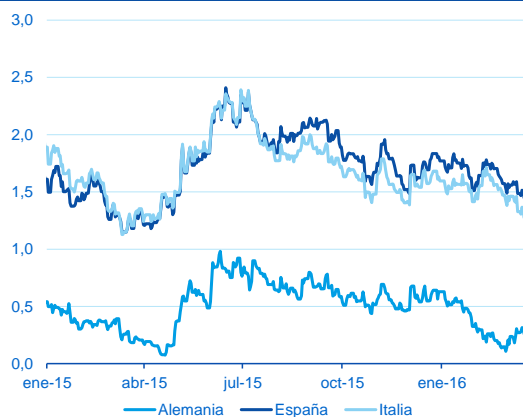
\*Elegible bajo el PSPP  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



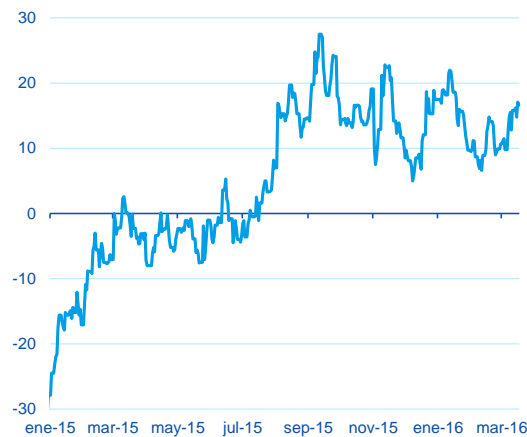
\*Elegible bajo el PSPP  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



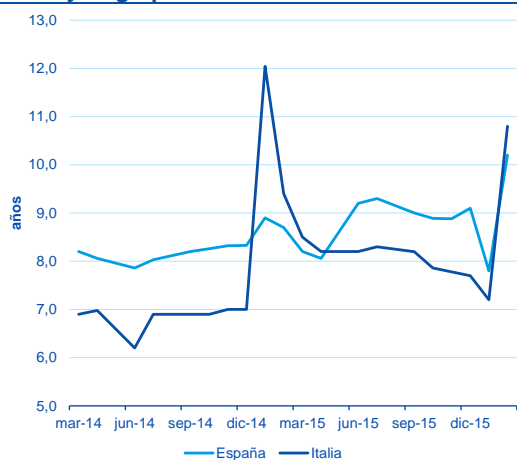
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



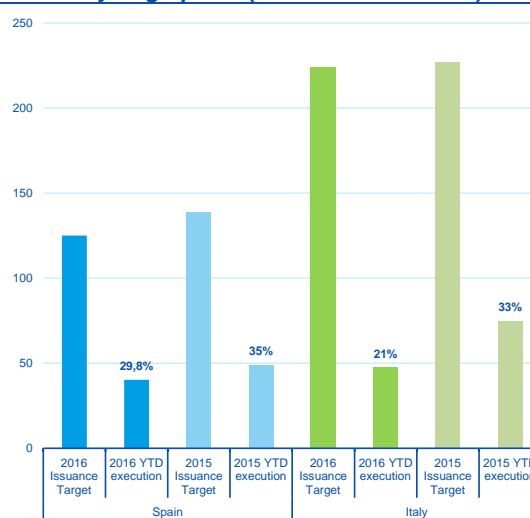
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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 (marzo 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%

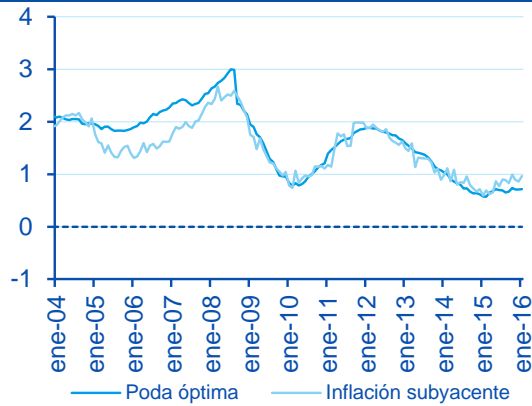
Fuente: Bancos centrales, Tesoros nacionales y BBVA Research

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

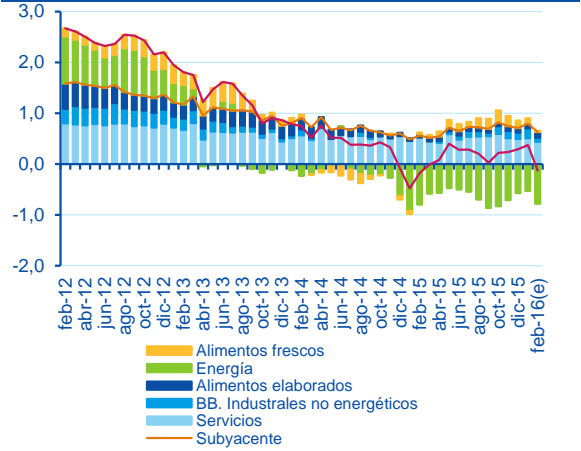
Fuente: Bloomberg, Tesoros nacionales y BBVA Research

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



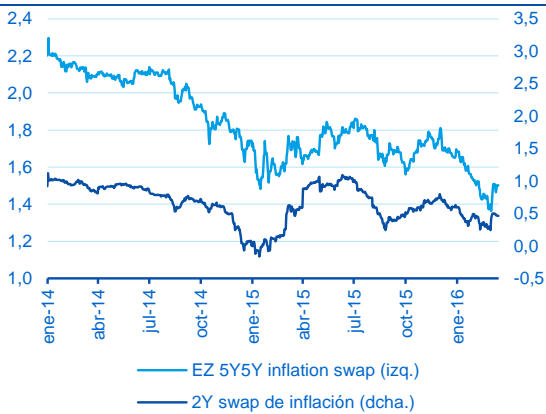
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



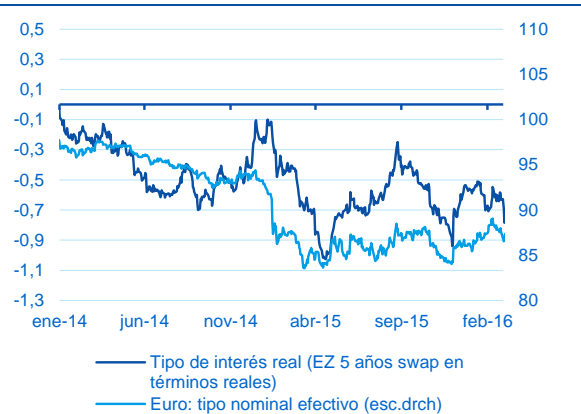
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 13  
**Tensionamiento condiciones financieras**

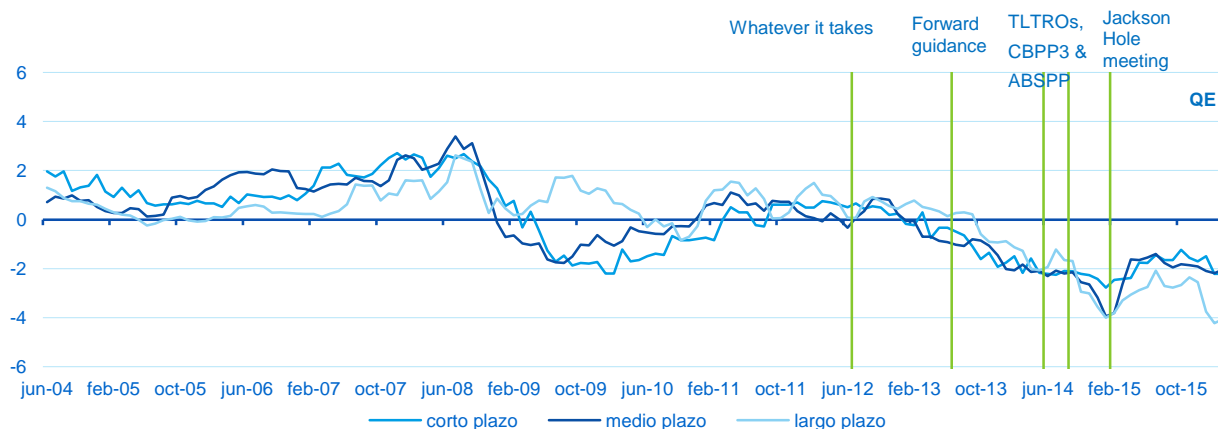


Fuente: Bloomberg y BBVA Research



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.