

BANCOS CENTRALES

Monitorizando la expansión de balance del BCE (marzo 2016)

Agustín García / María Martínez / Cristina Varela

Expansión de balance

- En los 13 meses que el programa de compra de activos lleva en vigor, el BCE adquirió 648 mM de euros de bonos públicos (PSPP, por sus siglas en inglés), 115,8¹ mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) y 15,5² mM a través del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, por sus siglas en inglés).
- En marzo, 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 61,3 mM euros. El BCE compró bonos por importe de 53,1 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 Grecia³. 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 8,2 mM euros, cifra ligeramente inferior al promedio de compras desde la entrada en vigor de ambos programas (ABSPP y CBPP3) 10,7 mM euros, concentradas en Covered Bonds (7,8 mM euros).
- 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. En particular, el banco central anunció el aumento de las compras mensuales bajo el APP en 20 mM de euros hasta los 80 mM euros que empezarán ya a incrementarse a partir del 1 de abril. (véase) (véase).

Deuda soberana: exposición de la banca y emisiones de soberanos

- Las entidades financieras de la zona euro aumentaron sus tenencias de bonos soberanos en 13 mM de euros en febrero, aunque en menor medida, pero siguiendo la tenencia del mes anterior. En concreto, aumentaron su exposición a deuda pública los bancos italianos (en 9,6 mM euros), los españoles (en 4 mM euros) y los portugueses (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 mas del 32% (35% en 2015) del objetivo anual de emisión de deuda a largo y medio plazo (125mM euros) e Italia ha emitido el 25% (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, como se ha puesto de manifiesto en las recientes emisiones de bonos sindicados en España e Italia, donde la

1: 165,6 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.

2: 18,9 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.

partición de inversores extranjeros ha seguido en aumento. Además, las estadísticas del Tesoro español apuntan a que las entidades de crédito españolas han seguido reduciendo su cartera de bonos nacionales en enero, mientras que los no residentes continúan incrementado su presencia en bonos soberanos españoles.

Entorno de mercados

- En marzo continuó la tendencia de menor aversión al riesgo iniciada en febrero. En general bolsas, las materias primas y los activos emergentes tuvieron un mejor comportamiento relativo que los activos defensivos (bonos). No obstante, este comportamiento parece estar curvándose en las primeras semanas de abril. Este parón en la tendencia de mejora puede estar provocado por la incertidumbre sobre algunos de los factores en los que se había apoyado el rally reciente. En primer lugar, dificultad para llegar a un acuerdo en la congelación de la producción de petróleo. En segundo lugar, los datos económicos en Estados Unidos todavía no han mejorado lo suficiente como para que se despejen las dudas sobre el crecimiento, mientras que continúa la debilidad en los datos de China y Europa. Por último, los recientes discursos de los miembros de la Fed ponen de manifiesto la ausencia de consenso. Conviene destacar, que en el caso los activos europeos, la tendencia de mejora se frenó a mediados de marzo, probablemente apoyada por la apreciación de euro frente al dólar, que pasó de 1.08 dólares a cerca de 1.14 dólares a finales de marzo, después del tono más laxo de la reunión de política monetaria de la FED y de los discursos de su presidente Janet Yellen. Adicionalmente, las bolsas europeas siguen lastradas por un entorno de crecimiento débil y por el sector bancario. No obstante, el riesgo bancario ha moderado, después de que los bancos centrales frenara en discurso de ahondar en tipos negativos. Por otra parte, en los mercados de deuda europea, la rotación de carteras desde bonos “core” hacia bonos “periféricos” que ha imperado durante buena parte del marzo se estaría agotando en línea con el reciente incremento de aversión al riesgo, el mantenimiento de la incertidumbre política en algunos países de la periferia europea y la tendencia a la baja que siguen mostrando las expectativas de inflación, principalmente las de largo plazo. En este sentido, el incremento mensual de compras de bonos soberanos por parte del BCE parece no estar ayudando a contener la prima de riesgo de la periferia. En España el diferencial de tipos de interés a diez años con Alemania volvió a revertir hacia niveles de 139pb después de haber descendido hacia los 120pb. En el caso de Italia, el diferencial de tipos de interés también aumentó desde 107pb hasta 117pb.

Entorno macro

- Con los datos reales de actividad hasta febrero, que evolucionaron mejor de lo esperado, es probable que el crecimiento en el conjunto de la zona euro haya ganado algo de impulso en el primer trimestre del año, tras el impacto negativo de algunos factores temporales que pesaron sobre la actividad a finales de 2015. No obstante, el empeoramiento de la confianza para el conjunto del primer trimestre, así como la moderación de la demanda global siguen generando dudas sobre la persistencia de la recuperación. Por un lado, el aumento de las ventas al por menor en febrero por cuarto mes consecutivo da un crecimiento robusto en lo que va de trimestre (0,8% t/t sobre la media de 4T15), lo que sugiere que la moderación del consumo de los hogares en 4T15 podría haber sido temporal.
- No obstante, habrá que ver si la consolidación del avance de la demanda interna es suficiente para contrarrestar el menor impulso de las ventas al exterior, tras la moderación del crecimiento global y la desaparición progresiva del efecto de la depreciación del euro registrada entre finales de 2014 y de 2015. Con unas exportaciones prácticamente estancadas durante el segundo semestre de 2015, el nuevo empeoramiento de los pedidos del exterior junto con el dinamismo de las importaciones apuntan a que las exportaciones netas continuarán lastrando la economía en el primer trimestre. Por otro lado, las

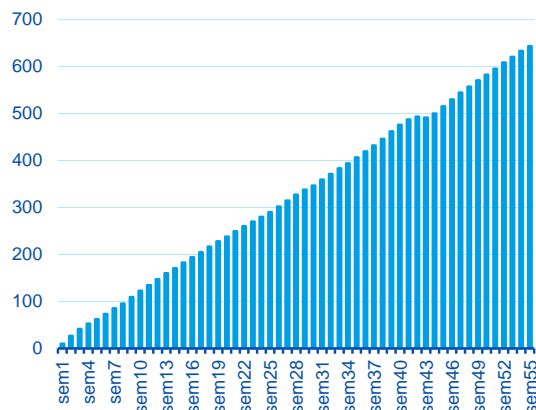
noticias más negativas vienen del empeoramiento generalizado de la confianza de los agentes, que podría terminar pesando sobre el crecimiento. Esta corrección de la confianza llega tras el fuerte aumento registrado a finales de 2015 (sentimiento de la CE: -2pp hasta 104 en 1T16; PMI compuesto: -1pp hasta 53,2), por lo que el sentimiento de los agentes continúa en niveles elevados, similares a los observados a principios de 2015. En conjunto, con toda esta información, nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de alrededor de 0,4% t/t en 1T16.

- Respecto a los precios, la inflación aumentó en marzo en 0,1pp hasta el -0,1% a/a, una décima por encima de lo esperado, debido al aumento del precio de los servicios y de los alimentos, que más que compensó la mayor caída de los precios de la energía, y resultó en un aumento de la inflación subyacente de 0,1pp hasta el 0,9% a/a. Más allá de la volatilidad de los precios de los servicios en los últimos dos meses – medidas puntuales en febrero y cierto efecto vacacional en marzo -, seguimos viendo la inflación subyacente débil y estable (algo por debajo del 1%) a lo largo del año, mientras que los precios del petróleo mantendrán la general en tasas negativas hasta el verano y repuntar después suavemente hasta tasas algo positivas a finales de año (algo por encima del 0,5% a/a).

Que esperamos del BCE

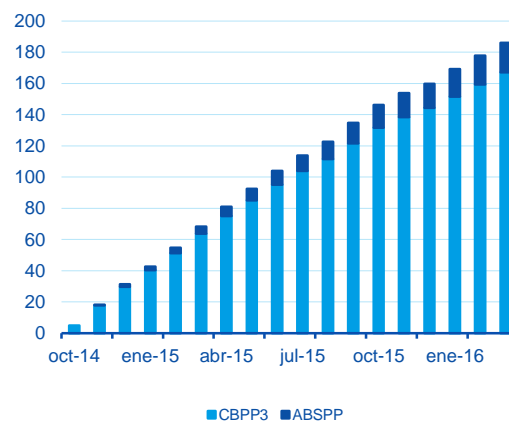
- En la reunión de política monetaria celebrada el pasado 10 de marzo, además del nuevo paquete de medidas, el BCE subrayó que existe espacio para adoptar más descartando la visión de que ya se ha hecho todo lo que se podía hacer en términos de política de flexibilización, y enfatizando que, en caso 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. Las últimas declaraciones de miembros del BCE siguen apoyando esta visión de que están dispuestos a tomar más medidas si fuese necesario, y que incluso se podrían hacer más bajadas de tipos. Aunque, si bien es cierto, 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)



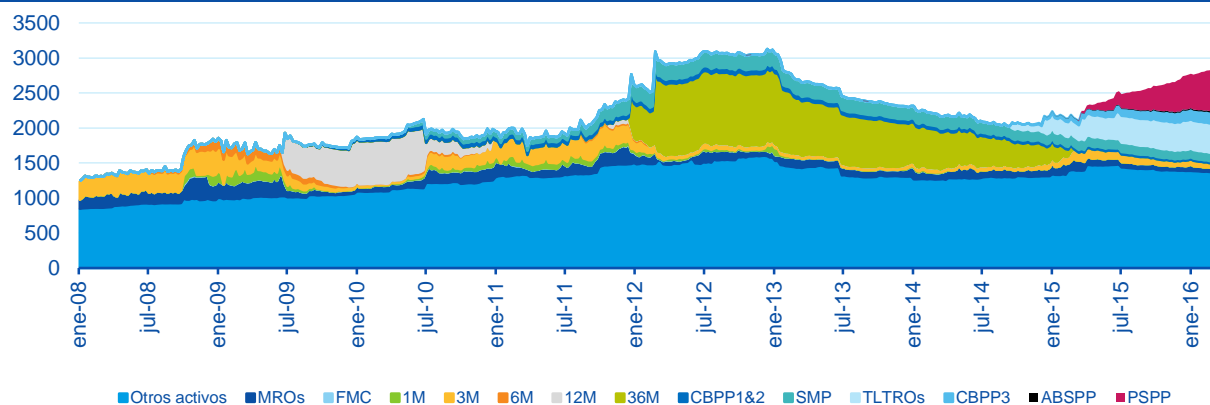
Fuente: BCE y BBVA Research

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	mar-16
TLTRO	82,6			130,0			97,8			73,8			15,5			18,3			7,3
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	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	0,4
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	53,1

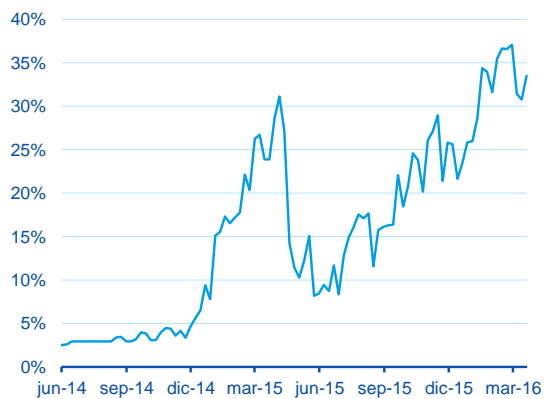
Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 3
Balance BCE (mM de euros)



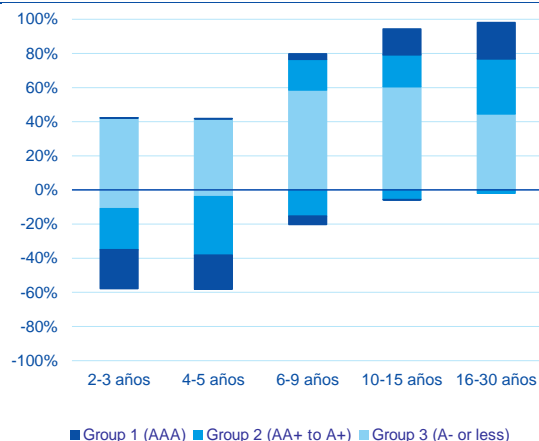
Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

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 (%)



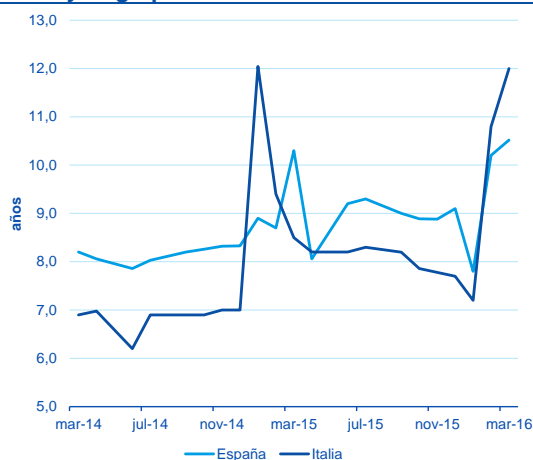
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



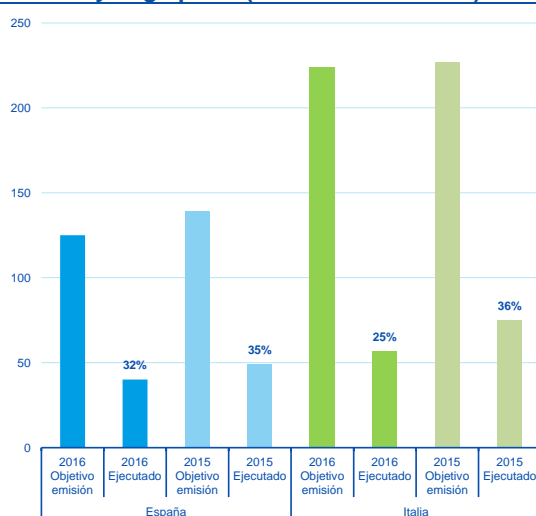
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8
Vida media nuevas emisiones de deuda YTD* 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%	59,4%	23,6%	23,4%
Francia	64,3%	62,8%	9,4%	9,8%
Italia *	37,6%	38,9%	22,2%	21,6%
España**	42,7%	47,0%	30,4%	25,1%

*Datos hasta 4T15

**Los datos de España incluyen solo deuda del Tesoro

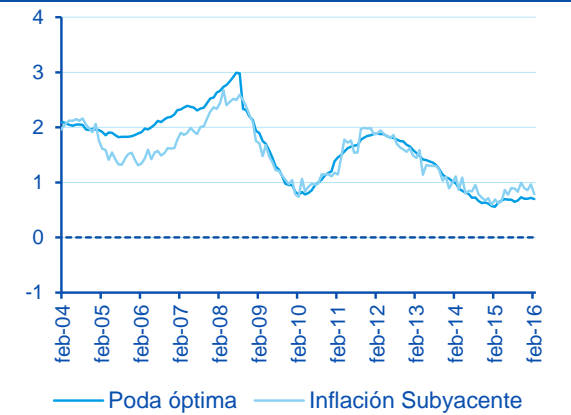
Fuente: Bancos centrales, Tesoros nacionales y BBVA Research

Tabla 3
Objetivos de 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

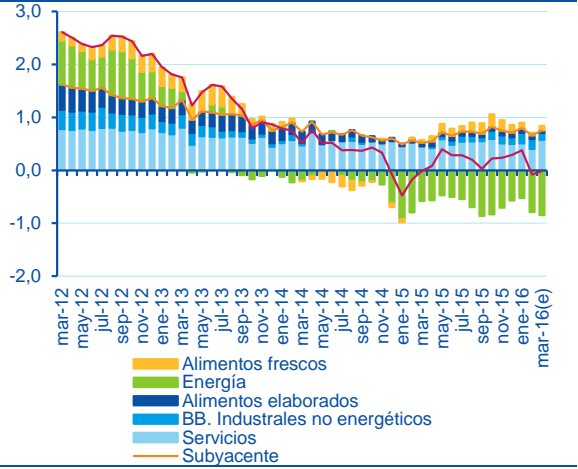
Fuente: Bloomberg, Tesoros nacionales y BBVA Research

Gráfico 10
UEM: inflación (% a/a)



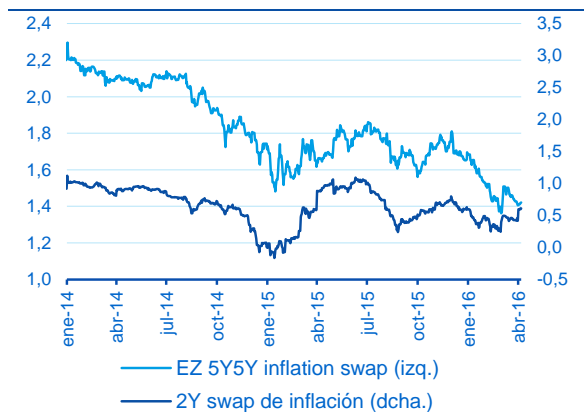
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



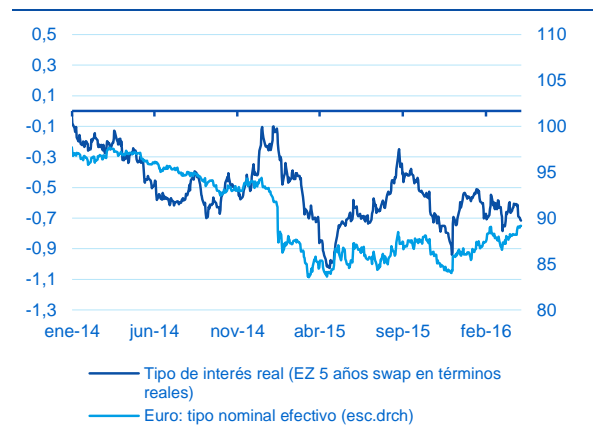
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 12
Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

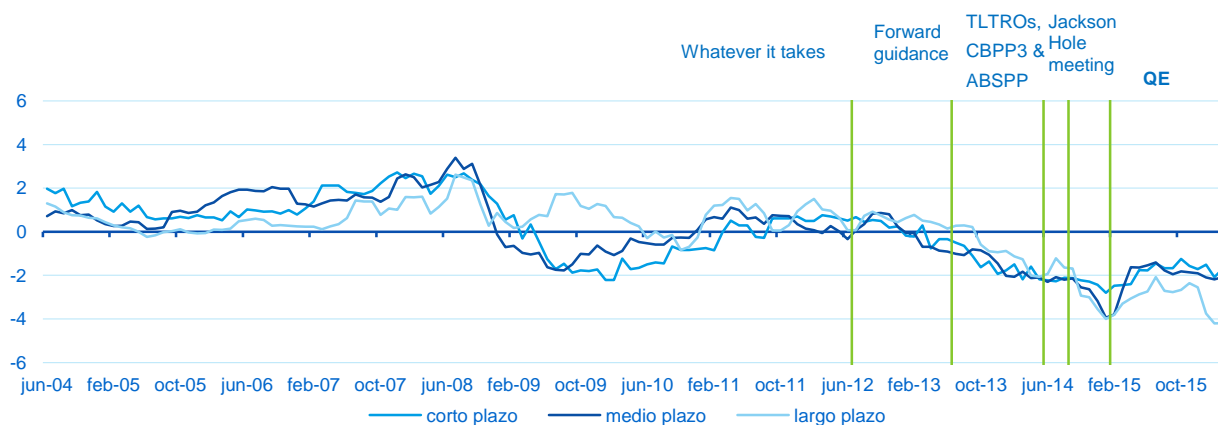
Gráfico 13
Tensionamiento condiciones financieras



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.