

## BANCOS CENTRALES

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

Agustín García / María Martínez / Cristina Varela

## Expansión de balance

- En los 14 meses que el programa de compra de activos lleva en vigor, el BCE adquirió 726,5 mM de euros de bonos públicos (PSPP, por sus siglas en inglés), 122,4<sup>1</sup> mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y 15,5<sup>2</sup> mM a través del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP).
- En abril, el programa de compra de activos (APP), que incluye activos públicos y privados, ha superado el nuevo objetivo mensual de 80 mM euros marcado<sup>3</sup>, se han adquirido 85,2 mM euros. El BCE compró bonos públicos por importe de 78,5 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>4</sup>. 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). En abril mes, y previsiblemente también en mayo, el incremento de las compras mensuales aprobado en marzo (+20 mM euros) están muy sesgado a la adquisición de bonos públicos, y a la compra de bonos corporativos (el CSPP no se iniciará hasta junio.)
- Bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 6,7 euros, cifra significativamente inferior al promedio de compras desde la entrada en vigor de ambos programas (ABSPP y CBPP3) 10,7 mM euros, concentradas en Covered Bonds (6,6 mM euros).
- El pasado 21 de abril, en su reunión de política monetaria, el BCE mantuvo los tipos de interés y las medidas no estándar sin cambios, así como el sesgo bajista (dados los riesgos a la baja en actividad). No esperamos medidas adicionales en los próximos meses. (véase).

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

- Las entidades financieras de la zona euro redujeron sus tenencias de bonos soberanos en 4,1 mM de euros en marzo, rompiendo la tendencia de los dos meses anteriores. En concreto, redujeron su exposición a deuda pública principalmente los bancos franceses (en 5,9 mM euros) y los belgas (en 2,5 mM euros), mientras que los españoles y los italianos siguen aumentando su exposición (1,4 mM euros y 0,3 mM, respectivamente).
- El ritmo de las emisiones de bonos soberanos en el total de la eurozona es ligeramente inferior registrado el año pasado (38% del objetivo de emisión bruta en 2016, frente al 40% en 2015). En el caso de Italia y España el patrón es similar. Este último ha emitido el 38.8% de su objetivo de emisión en 2016 (el cual ha sido rebajado en 5bn hasta los 120mM de €). Mientras, Italia ha alcanzado el 35% de su objetivo anual de emisión. Se aprecia un alargamiento de la vida media de las nuevas emisiones: no sólo porque algunos países como Irlanda o Bélgica han emitido bonos a 100 años (aunque por cuantías limitadas), sino porque, en general, las emisiones a más de 10 años están aumentando respecto al año

1: 172,3 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.

2: 19 mM desde que el programa entró en vigor en noviembre 2014.

3: En la reunión de política monetaria de marzo, el banco central anunció el aumento de las compras mensuales bajo el APP en 20 mM de euros hasta los 80 mM euros.

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

pasado (75,5mM de €, frente a 69 5mM de € en 2015). En el caso de España e Italia, se ha visto mayor actividad emisora en los tramos 10 años y 30 años y menor en el tramo de 15 años.

### Deuda Corporativa: nuevo programa, CSPP.

- En la reunión de política monetaria del 21 de abril, el BCE reveló los detalles del programa de compras del sector corporativo (CSPP). (Véase). En general, el límite superior del emisor (70%) combinado con la amplia gama de vencimientos a comprar (desde 6 meses a 30 años) indica que el BCE se enfrenta a un mercado limitado. El volumen de activos disponibles (estimado en 600 mM euros) (tabla 2) está concentrado en unos pocos países y en un número reducido de empresas. Desde el anuncio de este nuevo programa, las principales compañías de la eurozona han comenzado a emitir deuda de forma significativa en comparación con el mismo periodo de años anteriores (véase gráfico 12) y la rentabilidad de los bonos corporativos se ha reducido. Todavía faltan los detalles, sobre todo en lo que respecta a cómo se definen las referencias. Además, aún no se ha revelado el volumen de compras mensuales, que comenzarán en junio.

### Entorno de mercados

- Durante gran parte de abril, los mercados financieros continuaron apoyados en el mantenimiento de la tendencia alcista de los precios del crudo, a pesar de que no se lograra un acuerdo en la congelación de la producción de crudo en la reunión de abril. Además, el tono laxo de los bancos centrales y la mejora en los indicadores económicos de China favorecieron a los activos de riesgo. No obstante, la confirmación del bajo crecimiento de EE.UU durante el primer trimestre del año y la debilidad mostrada por los resultados empresariales, principalmente en Europa, han vuelto a incrementar la prima de riesgo de mercado y ha provocado una corrección en las bolsas en última parte del mes y a principios de mayo.
- En este contexto, curiosamente las dos divisas de “carry”, el Yen y el Euro, se han apreciado (El euro ha vuelto por encima de 1,14EUR, el Yen se ha apreciado casi un 5% y marca su nivel más alto desde junio 2014). El movimiento se debe en gran medida a la debilidad del dólar, asociado a su vez a una Fed que no da señales claras de reanudar las subidas de tipos de interés. Pero además, en el caso de la divisa japonesa, el movimiento de apreciación del yen se vio acelerado por la ausencia de una mayor relajación monetaria para contrarrestar la debilidad de los datos económicos. En el caso del Euro, el cambio en la estrategia de intervención del BCE, ahora más sesgada a utilizar medidas cuantitativas que de relajación de tipos de interés, ha podido también acelerar el movimiento de apreciación del euro.
- El bono alemán, con cierta volatilidad, se ha mantenido en el rango bajo lastrado por bajas expectativas de inflación, bajo crecimiento, intensificación del programa de compras de bonos por parte del BCE y los flujos hacia activos seguros.
- Las primas de riesgo de los países periféricos ha seguido ampliado durante abril a pesar del apoyo del BCE. Italia es el país que ha sufrido mayor ampliación desde finales de marzo (+25pb), al aflorar de nuevo los problemas de mora de las carteras de los bancos. Si bien se han dado los primeros pasos para solucionar este problema, todavía se percibe insuficiente la dotación del fondo para sanear los bancos. Además, las incertidumbres políticas en España y la dificultad de llegar a un acuerdo entre Grecia y sus acreedores europeos también han pasado factura.

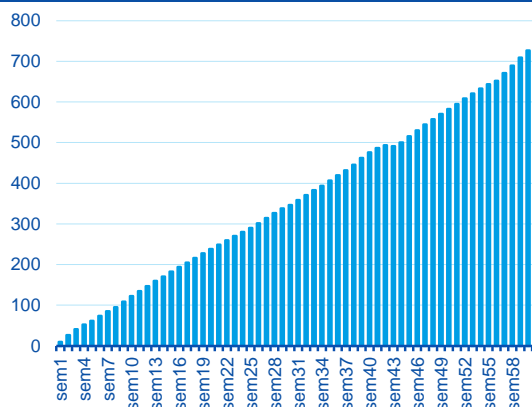
## Entorno macro

- El dato avanzado de Contabilidad Nacional reveló que el crecimiento del PIB en el conjunto de la zona euro se aceleró desde el 0,3% hasta el 0,5% t/t en el primer trimestre de 2016, alrededor de 0,1pp más de lo esperado y mostrándose, por tanto, resistente al fuerte aumento de la incertidumbre a principios de año. No obstante, esta aceleración en parte respondió a factores temporales (Semana Santa temprana este año, rebote del consumo en Francia tras los atentados de noviembre) que impulsaron la demanda doméstica y compensaron el mayor lastre de las exportaciones. Los datos más recientes también sugieren que ese ritmo de avance de la economía será difícil de mantener: Por un lado, tras el buen comportamiento de los datos de actividad en febrero, los registros que vamos conociendo en marzo son menos optimistas, como la caída de las ventas minoristas y la debilidad de las ventas al exterior. Por otro, los datos de las encuestas de confianza en abril (cierta estabilización de los PMIs y ligera mejora de los de la Comisión Europea, pero sin revertir las caídas de febrero y marzo) anticipan un crecimiento más moderado.
- En conjunto, con toda esta información (todavía muy limitada en lo referido al segundo trimestre), nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de alrededor de 0,3%-0,4% t/t para 2T16. Por lo tanto, a pesar de la sorpresa al alza en el primer trimestre seguimos, siendo cautos y esperamos una recuperación modesta, del 1,6% en 2016.
- Respecto a los precios, la inflación se redujo 0,2pp hasta el -0,2% a/a en abril, en línea con lo previsto, por la caída de los precios de la energía pero también por la moderación de la inflación de los servicios, que llevó a la inflación subyacente a moderarse en dos décimas hasta el 0,8% a/a. Esto último era algo esperado (incluso la moderación fue algo menor de lo contemplado en nuestras previsiones) debido al impacto del cambio de calendario de la Semana Santa respecto al pasado año, que estuvo detrás del fuerte aumento registrado en marzo. Hacia adelante, continuamos esperando una inflación subyacente débil y relativamente estable, algo por debajo del 1% a lo largo del año, y seguirá siendo la evolución de los precios del petróleo el principal determinante del comportamiento de la tasa general en los próximos meses, de manera que las tasas negativas podrían prolongarse durante el segundo trimestre y sólo repuntar suavemente después del verano, hasta tasas algo positivas a finales de año (alrededor de 0,5% a/a).

## Que esperamos del BCE

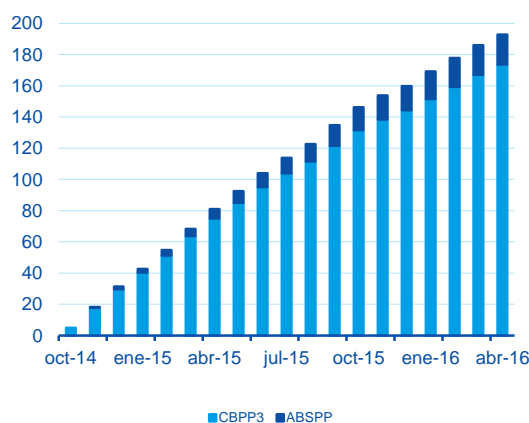
- En la reunión de política monetaria celebrada el pasado 21 de abril, no se efectuaron cambios en lo que se refiere a la postura del BCE en política monetaria, pues el Banco Central dejó el tipo de referencia sin modificar en el 0,0% y el tipo de interés para depósitos en -0,4%. Se reforzó el tono moderado y la tendencia hacia más flexibilidad se fortaleció, pues el BCE afirmó que, si se justifica para lograr su objetivo, el BCE "utilizará todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato". Pero el BCE confía que el paquete de medidas reciente surta efectos. En junio se empezarán a implementar la compra de bonos corporativos (CSPP) y la nueva ronda de TLTROs. Por nuestra parte, no esperamos medidas adicionales a corto plazo.

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)**



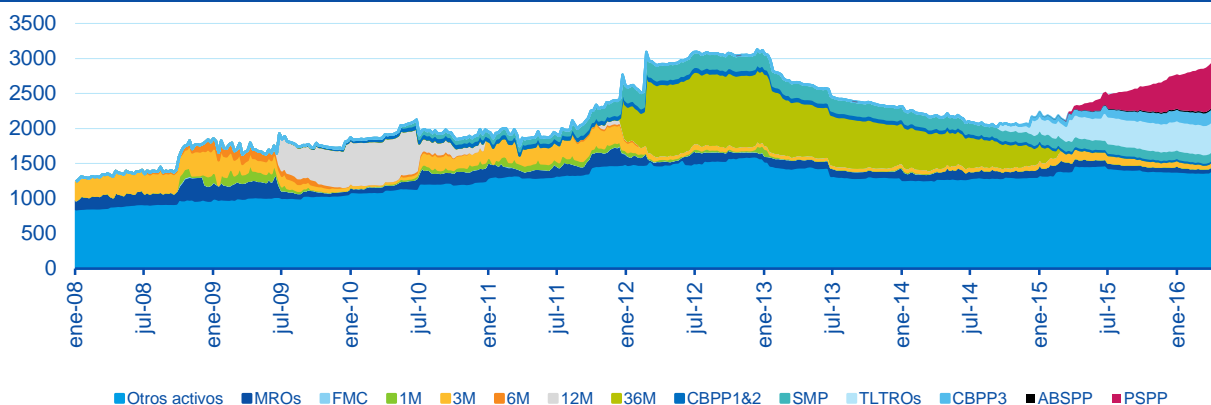
Fuente: BCE y BBVA Research

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	abr-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	6,6
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	0,1
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	78,5

Fuente: BCE y BBVA Research

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



Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

Tabla 2

**Bonos corporativos elegibles por el BCE en circulación (mM de euros)**

Sector	Total	FR	HOL	ALE	IT	ES	BE	LU	AU	IRL	FI	PT	UK
Total	619	189	170	73	66	40	33	17	10	9	5	2	3
Utilities	159	48	49	4	30	15	6	0	2	1	2	0	0
Tecnología	9	1	2	5	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Materiales	34	6	9	12	0	0	1	6	0	0	0	0	0
Industriales	73	35	13	5	8	5	2	1	1	2	0	2	0
Salud	22	12	3	5	0	0	0	1	0	0	1	0	0
Seguros	51	22	19	3	4	0	0	1	0	0	2	0	0
Energía	49	10	17	2	14	0	1	0	4	0	0	0	0
Consumo no Cíclico	50	10	8	2	0	1	23	3	0	0	0	0	3
Consumo Cíclico	102	25	34	32	2	1	0	1	1	7	0	0	0
Comunicaciones	71	20	16	3	8	18	1	2	2	0	1	0	0

Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4

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

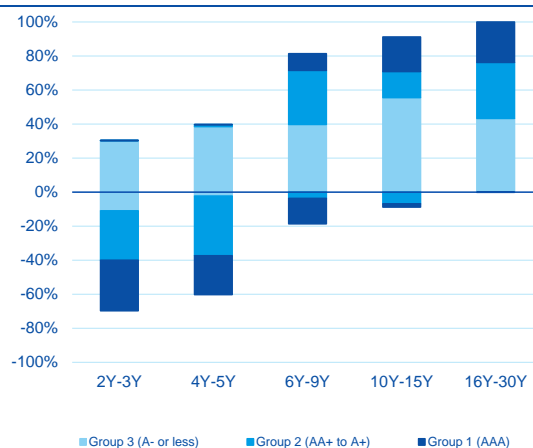


\*Elegible bajo el PSPP

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 (%)**



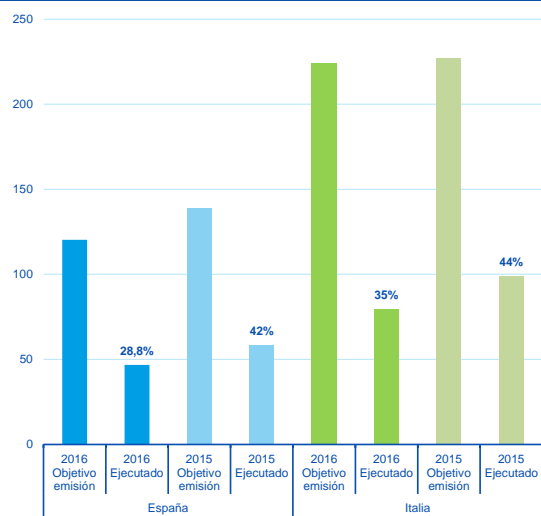
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



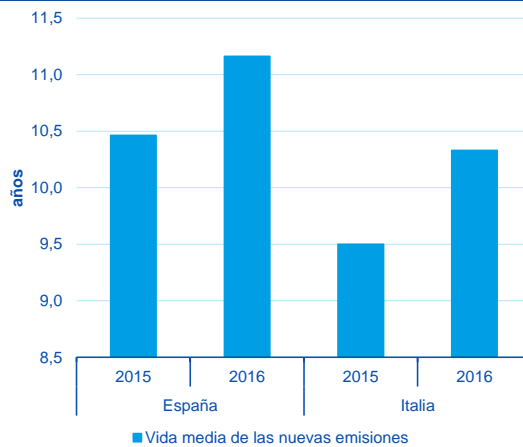
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8  
**Evolución de los programas de emisión de bonos a medio y largo plazo (hasta abril mM de euros)**



Fuente: Tesoros Nacionales, Bloomberg y BBVA Research

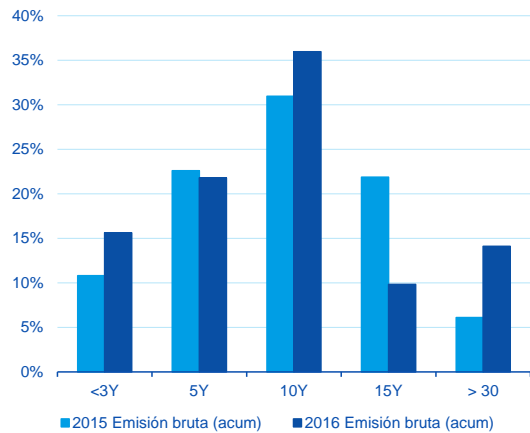
Gráfico 9  
**Vida media de las nuevas emisiones (datos hasta abril)**



Fuente: Tesoros nacionales Bloomberg y BBVA Research

Grafico 10

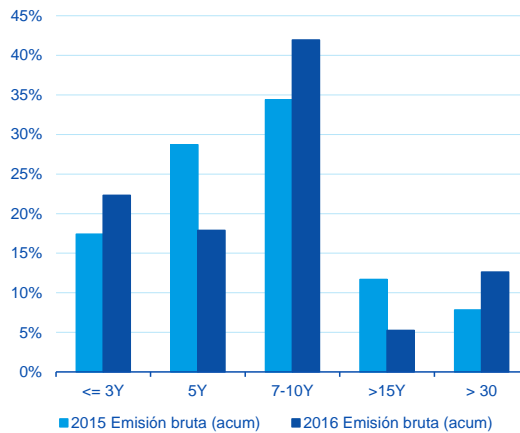
**España: Emisión bruta de bonos soberanos por plazos (% sobre el total de emisión bruta acumulada en el año, datos hasta abril)**



Fuente: Bancos centrales, Tesoros nacionales y BBVA Research

Gráfico 11

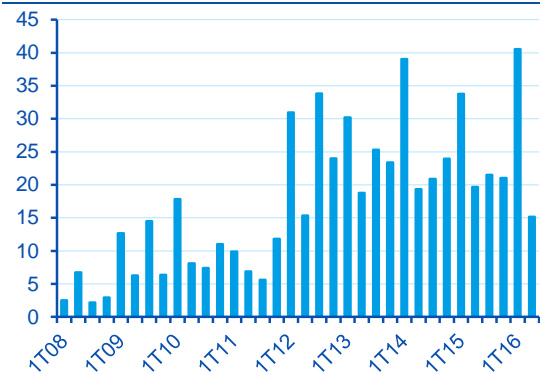
**Italia: Emisión bruta de bonos soberanos por plazos (% sobre el total de emisión bruta acumulada en el año, datos hasta abril)**



Fuente: Bloomberg, Tesoros nacionales y BBVA Research

Grafico 12

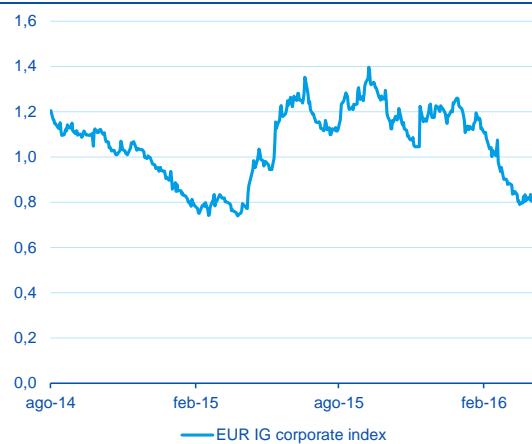
**Emisiones de deuda corporativa elegible bajo el CSPP, (EUR mM). \* 2T16 solo incluye abril**



Fuente: BCE y BBVA Research

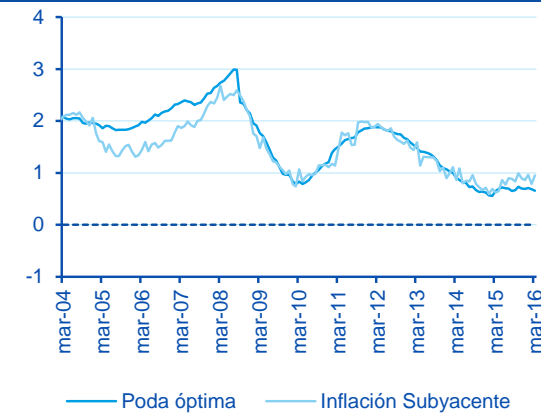
Grafico 13

**Índice de bonos corporativos no bancarios emitidos en Euros (%CTIR)**



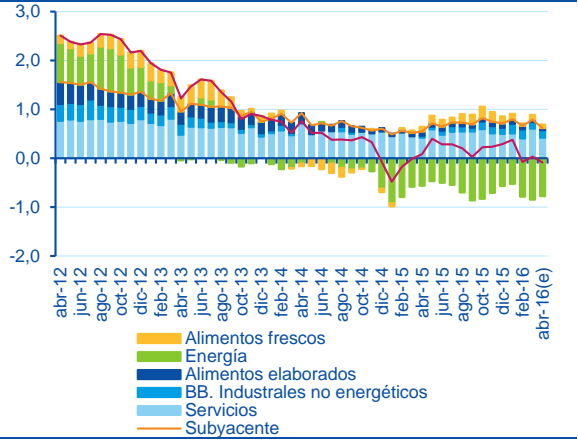
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 14  
**UEM: inflación (% a/a)**



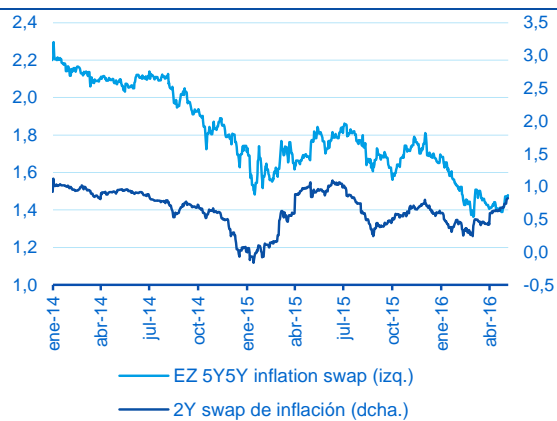
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15  
**UEM: Inflación (% a/a) y contribución componentes (pp)**



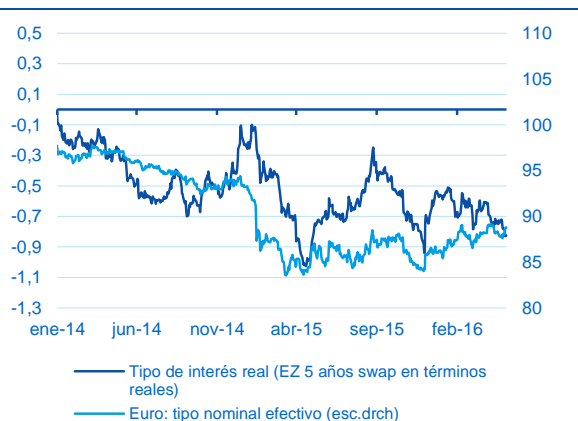
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 16  
**Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 17  
**Tensionamiento condiciones financieras**

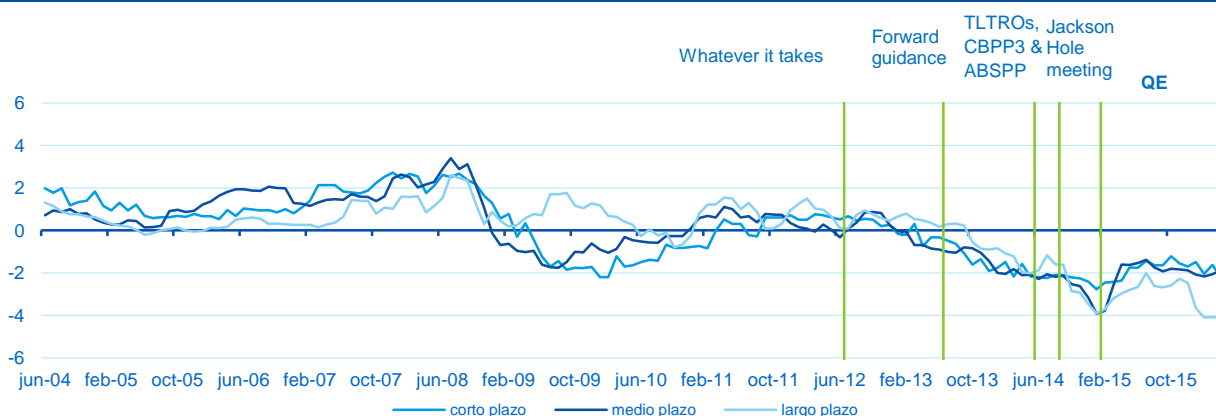


Fuente: Bloomberg y BBVA Research



Gráfico 18

**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 5años 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.