

BANCOS CENTRALES

Monitorizando la expansión de balance del BCE (mayo 2016)

Agustín García / María Martínez / Cristina Varela

Expansión de balance

- En los 15 meses que el programa de compra de activos lleva en vigor, el BCE adquirió 806,2 mM de euros de bonos públicos (PSPP, por sus siglas en inglés), 118¹ mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y 14² mM a través del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP).
- En mayo el programa de compra de activos (APP), que incluye activos públicos y privados, ha superado el nuevo objetivo mensual de 80 mM euros marcado³, se han adquirido 85,2 mM euros. El BCE compró bonos públicos por importe de 79,6 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 Grecia⁴. 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 los próximos meses es probable que el vencimiento promedio aumente, ya que cada vez el universo de bonos que puede comprar el BCE por encima de -0,4% es cada vez menor. En mayo, al igual que en abril, el incremento de las compras mensuales aprobado en marzo (+20 mM euros) están muy sesgado a la adquisición de bonos públicos, dado que el programa de compra de bonos corporativo (CSPP) no se inició hasta el pasado 8 de junio.
- Bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 5,6 euros, cifra significativamente inferior al promedio de compras desde la entrada en vigor de ambos programas (ABSPP y CBPP3) 10 mM euros, concentradas en Covered Bonds (5,6 mM euros).
- El pasado 2 de junio, en su reunión de política monetaria, el BCE mantuvo los tipos de interés y las medidas no estándar sin cambios, el foco se mantiene en la implementación de las medidas tomadas en marzo. El balance de riesgo siendo bajista (donde el referéndum sobre el Brexit se menciona de forma explícita), si bien el BCE considera que se han moderado. No esperamos medidas adicionales en los próximos meses [\(véase\)](#), si bien ante el riesgo que plantea el referéndum sobre el Brexit el BCE estará listo para afrontar cualquier contingencia (particularmente apoyando la liquidez del sistema a través de líneas swaps con otros bancos centrales).

Deuda soberana: exposición de la banca y emisiones de soberanos

- Las entidades financieras de la zona euro redujeron sus tenencias de bonos soberanos en 7,2 mM de euros en abril, continuando con la tendencia del mes anterior. En concreto, redujeron su exposición a deuda pública principalmente los bancos alemanes (en 3,9 mM euros) y los franceses (en 2,3 mM euros) principalmente; mientras que los italianos y los españoles siguen aumentando su exposición (3,9 mM euros y 0,3 mM, respectivamente).
- Pocas novedades en el patrón de emisiones de bonos soberanos: el escenario actual de bajos tipos de interés ofrece la oportunidad a los Tesoros nacionales de largar la vida media de la deuda nueva. El

1: 177,8 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.

2: 19,1 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.

Tesoro español ha alcanzado ya 52% su objetivo actual de emisiones de deuda bruta a medio y largo plazo (120mM €). La vida media de las nuevas emisiones se sitúa en 11,6 años, frente a 9 años en el mismo periodo del año anterior. En el caso de Italia, el Tesoro ha alcanzado el 49% de su objetivo de emisión bruta de deuda a medio y largo plazo (224mM €).

Deuda Corporativa: nuevo programa, CSPP.

- Las emisiones de bonos corporativos se han acelerado de manera significativa en Europa, desde que el BCE hiciera el anuncio de compras en marzo. Así, en la eurozona, sólo en Abril y Mayo la emisión total de bonos corporativos denominados euros ha ascendido a 61m M frente a 34mM de € en el mismo periodo del año anterior. Por su parte, el coste de emisión también ha bajado, aunque en proporción más para los bonos por debajo de grado de inversión.
- El programa de compras del sector corporativo (CSPP) comenzó el pasado 8 de junio. El pasado lunes, el BCE publicó que se han adquirido entre el 8 y 10 de junio 0,35mM, cifra que mensualizada, equivaldría a unas compras mensuales de entorno a 3mM al mes (lo que supondría una proporción muy baja dentro del APP (80 mM)); aunque todavía es pronto para extraer conclusiones habrá que esperar a tener las cifras del mes completo. Desde el anuncio de este nuevo programa en marzo, las principales compañías de la eurozona susceptibles de emitir bonos elegibles dentro del CSPP han comenzado a emitir deuda de forma significativa en comparación con el mismo periodo de años anteriores (véase gráfico 11); asimismo, la rentabilidad de los bonos corporativos se ha reducido.

Entorno de mercados

- Durante el mes de mayo el incremento de las expectativas de subida de los tipos de interés de la Fed antes del verano propició un repunte de los tipos de interés en EE.UU y una apreciación del dólar, lo que complicó la situación para los países emergentes. No obstante, a principios de junio el escenario se tornó bajista. Los datos de empleo de en EE.UU mostraron un situación mucho más débil de la prevista, lo que eliminó del mercado las expectativas de subidas de tipos en EE.UU antes del verano. Además, el mercado intensificó la puesta en precio de los riesgos de cola (Brexit, elecciones en EE.UU). Como resultado, los inversores han buscado refugio en los bonos soberanos de mayor calidad, lo que ha llevado a que los tipos de interés de los soberanos con alta calidad crediticia alcanzaran nuevos mínimos históricos. El movimiento se aceleró especialmente en Europa, donde más del 40% de la deuda soberana cotiza a tipos negativos. En el caso del bono alemán, a parte del contexto global de bajo crecimiento, el aumento del apoyo al “Brexit” en las encuestas y las tensiones políticas en los periféricos, en movimiento bajista se ha visto acelerado por dos motivos adicionales 1) el programa de compras del bonos corporativos del BCE ha favorecido una reducción de los tipos de interés de la deuda corporativa emitida en euros (-100pb para los bonos con grado de inversión y -70bp para los bonos de grado especulativo desde finales de marzo) que ha repercutido también en la deuda soberana y 2) la compresión de tipos de interés ha llevado a la curva alemana a cotizar por debajo del tipo de interés de la facilidad marginal de depósito (-0.40%) hasta el plazo de seis años lo que inhabilita al BCE a comprar esos bonos y centrar sus compras en el tramo más largo de la curva alemana, donde precisamente hay un stock de bonos menor.
- El euro tras depreciarse hasta niveles de 1.115 dólares en mayo, se ha vuelto a apreciar en Junio, pero sin romper al alza los niveles de 1.14 dólares, tras reducirse la probabilidad de subida de tipos antes del verano. Por otro lado, el contexto de incertidumbre sobre el “Brexit” y las cuestiones políticas han lleva a los diferenciales de la deuda periférica a mantenerse en torno a los niveles de principios de Mayo. En todo caso, el diferencial de tipos de interés entre Italia y España se ha estrechado, como consecuencia del incremento de las tensiones políticas en Italia (elecciones locales) y el problema con la mora del

sector bancario italiano. Por el contrario, el diferencial de la deuda griega frente Alemania se ha reducido ante la proximidad de un acuerdo para el desembolso del primer pago de la segunda trancha de los préstamos.

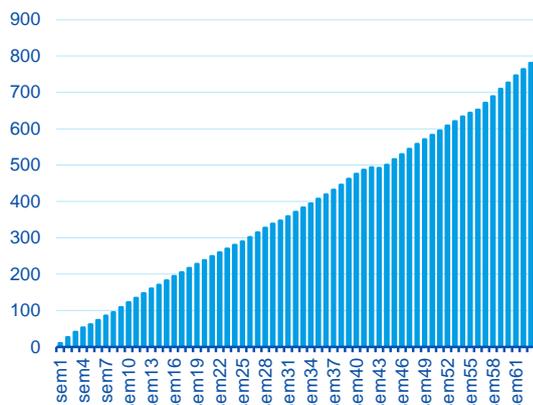
Entorno macro

- La aceleración del crecimiento en 1T16 estuvo propiciada por algunos factores temporales (semana santa temprana este año, rebote del consumo en Francia tras los atentados de Noviembre) y los indicadores disponibles hasta el momento apuntan a que este ritmo de avance no estaría continuando en este trimestre. Por un lado, la ligera caída de las ventas al por menor hasta abril tras el fuerte rebote de 1T16 apunta a un menor crecimiento del consumo de los hogares. Por otro, los indicadores de confianza, se han mantenido relativamente estables hasta mayo, más en línea con el avance moderado y relativamente estable del PIB durante el pasado año (alrededor 0,4%) que con el resultado del primer trimestre. Y, finalmente, los pedidos del exterior no anticipan un apoyo mucho mayor de las exportaciones en el corto plazo.
- En conjunto, con toda esta información, 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 del 1,6% en 2016.
- Respecto a los precios, la inflación aumentó en 0,1pp hasta el -0,1% a/a en mayo, por la moderación en la caída de los precios de la energía pero también por el aumento de la inflación de los servicios, que elevó la subyacente en 0,1pp hasta el 0,8% a/a. Hacia delante, continuamos esperando una inflación subyacente débil y relativamente estable algo por debajo del 1% a lo largo del año (más allá de la volatilidad de algunos servicios), 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 ligeramente negativas o muy bajas 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

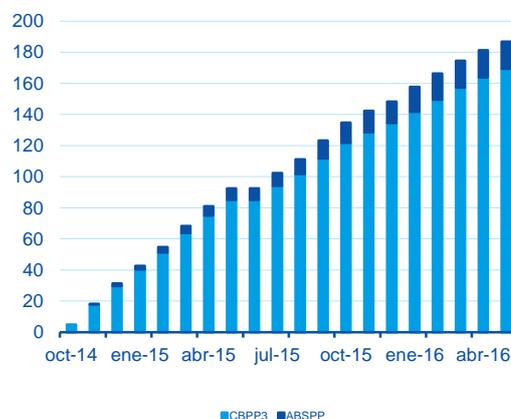
- En la reunión de política monetaria celebrada el pasado 2 de junio, no se efectuaron cambios en lo que se refiere a la postura del BCE en política monetaria, pues el Banco Central dejó el tipo de referencia sin modificar en el 0,0% y el tipo de interés para depósitos en -0,4%. Se reforzó el tono moderado, reiterando que si fuese necesario para alcanzar su objetivo, actuará empleando todos los instrumentos que su mandato pone a su disposición. “Es obvio que no dudaremos en actuar.” Se recalcó que el foco ahora está en la implementación de las medidas adoptadas en marzo. Respecto a estas medidas, el 8 junio se comenzó la compra de bonos corporativos (CSPP) y la primera subasta de la TLTROsII se realizará el próximo 29 de junio. 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	may-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	5,6
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	0,0	
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	79,6	

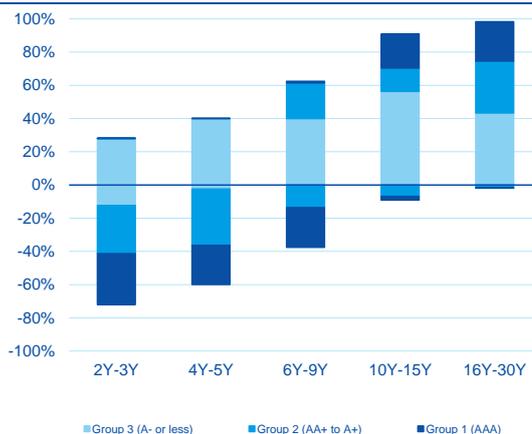
Fuente: BCE y BBVA Research

Grafico 3
% de deuda soberana* (Eurozona) con tipos negativos sobre el total de deuda



*Elegible bajo el PSPP
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Grafico 4
% de deuda soberana* (Eurozona) con tipos positivos/negativos, por rating país.



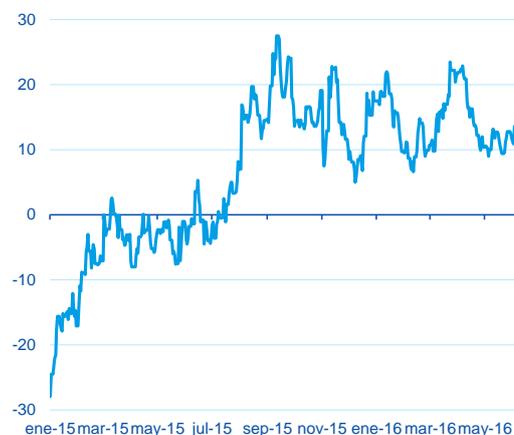
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 5
Tipos de interés a 10 Años (%)



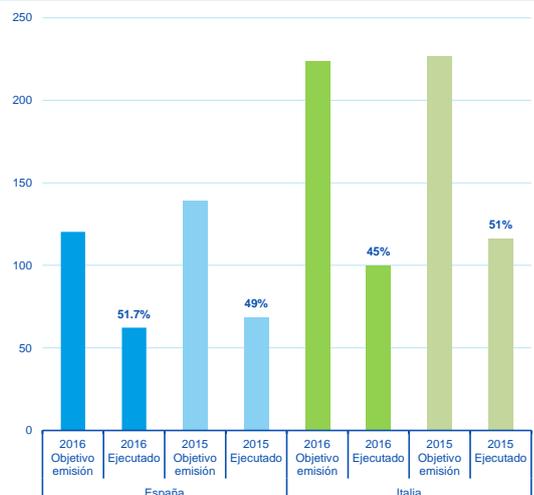
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6
Diferencial bono a 10 Años España- Italia (PB)



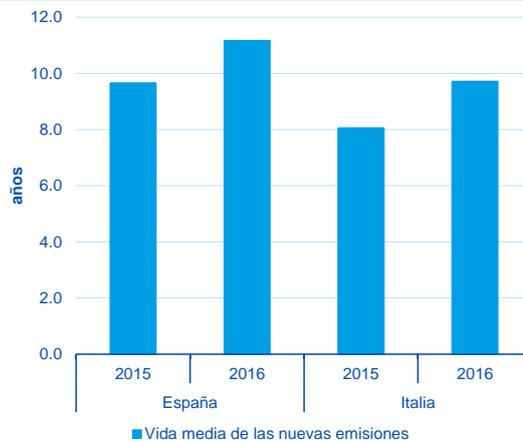
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 7
Evolución de los programas de emisión de bonos a medio y largo plazo (hasta mayo mM de euros)



Fuente: Tesoros Nacionales, Bloomberg y BBVA Research

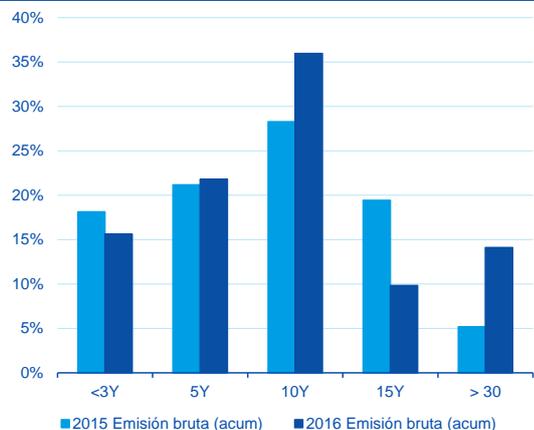
Gráfico 8
Vida media de las nuevas emisiones (datos hasta mayo)



Fuente: Tesoros nacionales Bloomberg y BBVA Research

Grafico 9

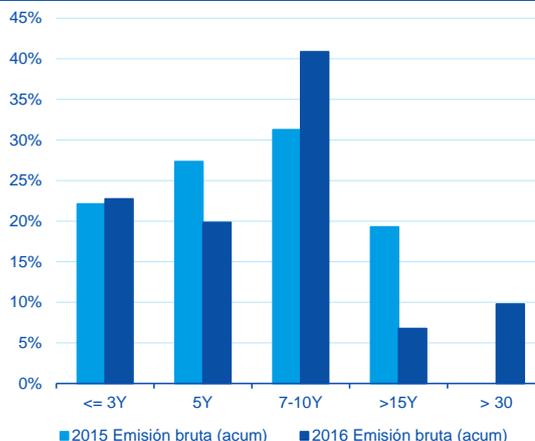
España: Emisión bruta de bonos soberanos por plazos (% sobre el total de emisión bruta acumulada en el año, datos hasta mayo)



Fuente: Bancos centrales, Tesoros nacionales y BBVA Research

Gráfico 10

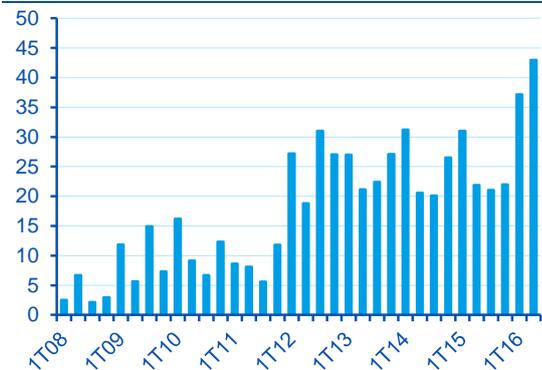
Italia: Emisión bruta de bonos soberanos por plazos (% sobre el total de emisión bruta acumulada en el año, datos hasta mayo)



Fuente: Bloomberg, Tesoros nacionales y BBVA Research

Grafico 11

Emisiones de deuda corporativa elegible bajo el CSPP, (EUR mM). * 2T16 incluye hasta el 31 de mayo



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

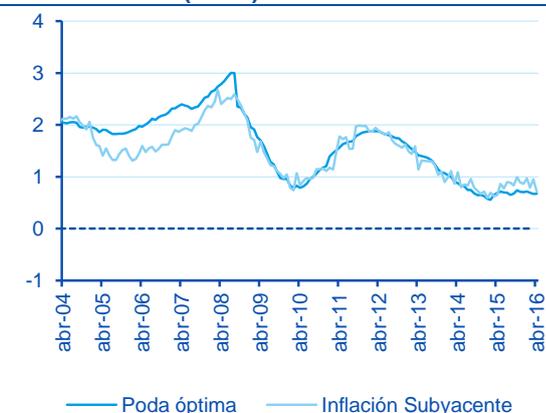
Grafico 12

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



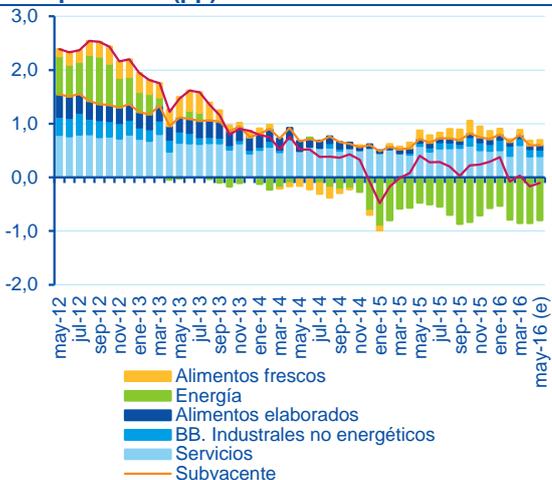
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 13
UEM: inflación (% a/a)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 14
UEM: Inflación (% a/a) y contribución componentes (pp)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15
Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 16
Tensionamiento condiciones financieras



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 17

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.