

BANCOS CENTRALES

Monitorizando la expansión de balance del BCE (julio 2016)

Agustín García / María Martínez / Cristina Varela

Expansión de balance

- En los 17 meses que el programa de compra de activos lleva en vigor, el BCE adquirió 944,9 mM de euros de bonos públicos (PSPP, por sus siglas en inglés), 127,5¹ mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y 15,4² mM a través del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP). Bajo del programa de compras de bonos corporativos ha adquirido desde junio 2016 13,2 mM.
- En julio el programa de compra de activos (APP), que incluye activos públicos y privados, ha superado muy ligeramente el nuevo objetivo mensual de 80 mM euros marcado³, se han adquirido 80,6 mM euros. El BCE compró bonos públicos (PSPP) por importe de 69,7 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. El vencimiento promedio de las compras fue de 8,3 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 junio y julio, al igual que en los meses anteriores, el incremento de las compras mensuales aprobado en marzo (+20 mM euros) estuvo muy sesgado a la adquisición de bonos públicos.
- Bajo el programa de compra de activos privados, en julio el BCE ha adquirido 10,9 euros, principalmente concentrado en bonos corporativos (6,8 mM euros), ya que bajo el programa de covered bonds (CBPP3) adquirió 3,3 mM euros, y bajo el programa de ABS solo adquirió 0,9 mM euros.
- El pasado 21 de julio, en su reunión de política monetaria, el BCE mantuvo los tipos de interés y las medidas no estándar sin cambios, aunque declaró que necesita más tiempo para reevaluar el grado de flexibilidad de la política monetaria. Por tanto, consideramos que es muy probable que el BCE tome algunas medidas adicionales en septiembre, pero no medidas radicales. Aunque Draghi en la reunión no dió pistas claras sobre la elección de ninguna medida en particular, la ampliación del programa de compras de activos podría ser una de las opciones preferidas en combinación con el ajuste fino de los parámetros del mismo. [\(véase\)](#).

Deuda soberana: exposición de la banca y emisiones de soberanos

- Las entidades financieras de la zona euro redujeron sus tenencias de bonos soberanos en 18,3 mM en el segundo trimestre del año (-2,1 mM en junio), a diferencia del primer trimestre del año que las incrementaron sustancialmente. En concreto, en junio, redujeron su exposición a deuda pública principalmente los bancos alemanes (en 5 mM euros) y los franceses (en 3 mM euros) principalmente; mientras que los italianos y los españoles aumentaron su exposición (7,6 mM euros y 2,8 mM, respectivamente). En este contexto, el reciente incremento en las tenencias de deuda soberana por parte de entidades financieras ha sido clave para incrementar la exposición de deuda soberana

1: 186,6 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.

2: 20,4 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.

- En general los programas de emisión de bonos soberanos van cumpliéndose relativamente bien. En media, los países de la zona euro ya han emitido más del 60% de su objetivo de emisión bruta, incluido los países de la periferia europea (España 70%, Italia 64%, Portugal 70%). En este entorno de tipos de interés bajos, continúan las estrategias de búsqueda de rentabilidad, lo que ha favorecido en incremento de la vida media de las nuevas emisiones de bonos soberanos. Las emisiones en los tramos de más de 10 años ha aumentado en torno a un 13% respecto a 2015

Deuda Corporativa: nuevo programa, CSPP

- El programa de compras del sector corporativo (CSPP) comenzó el pasado 8 de junio. En julio, el BCE se han adquirido 6,8 mM euros, cifra ligeramente superior a la adquirida el mes anterior (mes en el que adquirieron 6,3 mM euros). Las compras del BCE se han centrado en los sectores más representativos en los índices de bonos: energía, gas y electricidad. En el caso de España, el mayor número de títulos se han comprado en los sectores: eléctrico, energía y telecomunicaciones, aunque también se han comprado seguros y autopistas. En el caso de Alemania, sobresalen también las compras de bonos del sector automoción.
- Aunque el BCE sigue centrando las compras en el mercado secundario (94,14%), en julio ha incrementado las compras en primario (12,4%, frente 6% en junio).
- 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 12). A pesar de que en junio-julio las emisiones se han moderado, debido a las incertidumbres (Brexit, Fed) el volumen de emisiones sigue situándose por encima de 2015 y muy cercano al nivel de 2014.

Entorno de mercados

- Los mercados financieros han reaccionado de forma ordenada a los riesgos que supone el escenario de Brexit. En todo caso, en un primer momento, el resultado de referendo británico a favor del abandono de la Unión Europea propició una fuerte aversión al riesgo que se tradujo en un incremento de las compras de los bonos soberanos, lo que hundió en terreno negativo el tipo de interés a 10 años alemán, y aumentó temporalmente las primas de riesgo de la periferia europea, aunque no de manera significativa gracias a las compras del BCE. Sin embargo, una vez que la salida de Reino Unido parece que se va a hacer de manera ordenada, la presión bajista sobre los tipos de interés y las primas de riesgo de la periferia se ha relajado, aunque el entorno de crecimiento débil mantiene a los tipos de interés a 10 años alemanes en terreno negativo; lo que beneficia las compras de bonos soberanos españoles e italianos que ofrecen mayor rentabilidad. Pero la presión bajista sobre los tipos de interés en la zona euro ha llevado a más del 50% de la deuda en circulación elegible por el BCE a rentabilidades negativas; lo que reduce el stock de bonos aptos para la compra (principalmente de bonos alemanes). Dado que el BCE no ha anunciado un cambio en los parámetros de compras del BCE, lo que se advierte es un aumento en la vida media de bonos alemanes que está comprando la autoridad monetaria europea, y en una moderación de la pendiente alemana 10-30 años.
- En este entorno el sector bancario europeo siguió sufriendo, tanto por la incertidumbre que presenta para el sector el Brexit como por el entorno de tipos de interés negativos. Además, la problemática de las carteras de mora de los bancos Italianos y la incertidumbre política (referéndum constitucional en Italia) han favorecido un peor comportamiento relativo de la deuda Italiana frente a la española (gráfico 7).

- El euro también se depreció significativamente hasta niveles por debajo de 1.09 dólares tras el resultado del referendo británico, aunque la salida ordenada de Reino Unido y el retraso de las subidas de tipos de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos han contribuido a la recuperación posterior del euro, si bien todavía cotiza por debajo de los niveles previos a referendo.
- El entorno de búsqueda de rentabilidades alternativas y el programa de compras del BCE han llevado a un descenso de las rentabilidades de la deuda corporativa en euros, tanto en los bonos corporativo de grado de inversión (-31bp en un mes) como de grado especulativo (-90pb en un mes). El comportamiento de mejora ha sido generalizado en todos los sectores, aunque en menor medida en el sector energético.

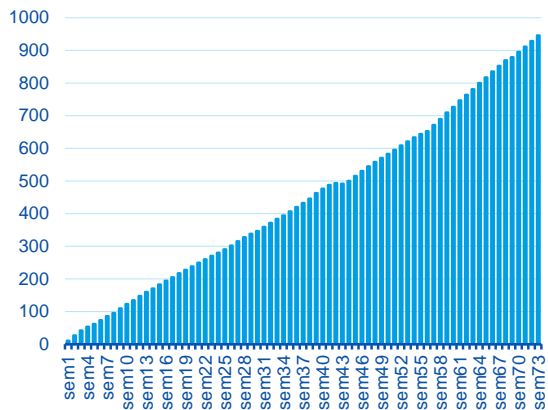
Entorno macro

- El crecimiento del PIB en el conjunto de la zona euro se moderó hasta el 0,3% t/t en el segundo trimestre tras la reversión de algunos factores temporales que impulsaron el fuerte avance a principios de año (0,6% t/t), sobre todo en Francia y Alemania. A falta de conocer la desagregación del PIB por componentes, los datos disponibles apuntan a que detrás de este menor crecimiento estuvo la moderación de la demanda interna, compensada sólo en parte por la mejoría de las exportaciones netas. Para este trimestre tan sólo se conocen las encuestas de confianza para el mes de julio, que se mantuvieron prácticamente estables y sugieren cierta resistencia de la actividad al fuerte aumento de la incertidumbre tras el brexit. Con esta información todavía muy limitada, nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA estima un crecimiento del PIB de alrededor del 0,3% para el tercer trimestre, consistente con nuestra previsión de un crecimiento medio anual del 1,6% para 2016. No obstante, los sesgos continúan a la baja, ya que continuamos viendo que la incertidumbre asociada al proceso de salida de UK de la UE podría lastrar las decisiones de consumo e inversión en los próximos trimestres.
- Respecto a los precios, la inflación volvió a aumentar en 0,1pp hasta el 0,2% a/a en julio debido básicamente al rebote de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 0,8% a/a. Hacia delante, continuamos esperando una inflación subyacente débil y relativamente estable algo por debajo del 1% en lo que queda de año. La evolución del precio del petróleo seguirá siendo el principal determinante de la evolución de la tasa general en los próximos meses, de manera que prevemos que repunte gradualmente hasta tasas algo por debajo del 1% a finales de año.

Que esperamos del BCE

- El pasado 21 de julio, en su reunión de política monetaria, el BCE mantuvo los tipos de interés y las medidas no estándar sin cambios, aunque declaró que necesita más tiempo para reevaluar el grado de flexibilidad de la política monetaria. Por tanto, consideramos que es muy probable que el BCE tome algunas medidas adicionales en septiembre, pero no medidas radicales. Aunque Draghi en la reunión no dió pistas claras sobre la elección de ninguna medida en particular, la ampliación del programa de compras de activos podría ser una de las opciones preferidas en combinación con el ajuste fino de los parámetros del mismo, debido principalmente a la falta de cantidad de deuda elegible bajo el APP en algunos países.

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



Fuente: BCE y BBVA Research

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



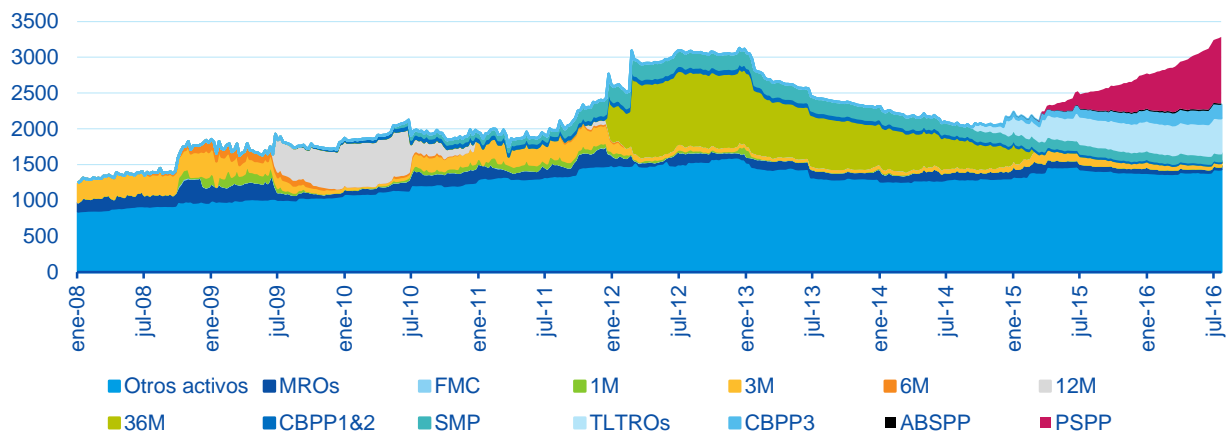
Fuente: BCE y BBVA Research

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	jun-16	jul-16
TLTRO	82,6			130,0			97,8			73,8			15,5			18,3			7,3			405,7	
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	6,1	3,3
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	0,5	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	53,1	78,5	79,6	72,1	69,7
CSPP																						6,4	6,8

Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 3
Balance BCE (mM de euros)



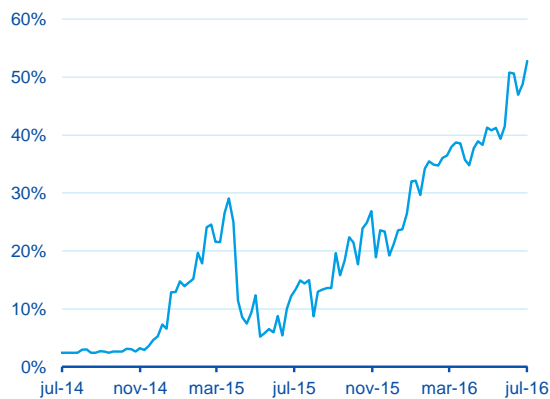
Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

Tabla 2
Bonos corporativos elegibles por el BCE en circulación (mM de euros)

Sector	Total	FR	ALE	IT	ES	HOL	BE	SUIZ	AU	PT	IRL	EE.UU	FI	UK	LU
Total	434.2	206.2	156.0	84.6	61.5	40.9	31.8	20.2	10.1	8.0	4.2	3.6	5.4	4.2	2.3
Eléctricas, Agua y Gas	123.6	48.2	16.2	39.1	27.0	10.1	6.0	0.0	2.5	6.8	1.1	0.0	2.1	0.0	0.0
Tecnología	9.6	0.0	5.3	0.0	0.9	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Materiales	19.1	9.3	15.6	0.0	0.0	3.6	0.5	8.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1	0.0
Industriales	54.8	40.7	12.4	8.5	6.3	1.0	0.8	2.0	0.7	1.2	0.7	2.5	0.0	0.0	0.0
Salud	15.5	12.4	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Financieras-Ex bancos	22.9	24.6	15.8	3.8	1.9	5.5	0.1	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	2.7	0.0	0.9
Energía	43.0	12.1	2.3	15.4	5.7	13.5	0.7	0.0	4.3	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
Consumo no Cíclico	41.5	10.0	3.2	0.0	0.8	3.6	23.0	4.8	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Consumo Cíclicos	54.5	26.8	64.5	8.4	0.7	0.0	0.0	1.0	0.6	0.0	1.7	0.0	0.0	0.0	1.4
Comunicaciones	58.5	22.2	14.7	9.5	18.2	0.4	0.6	0.0	1.8	0.0	0.0	0.0	0.6	2.1	1.4

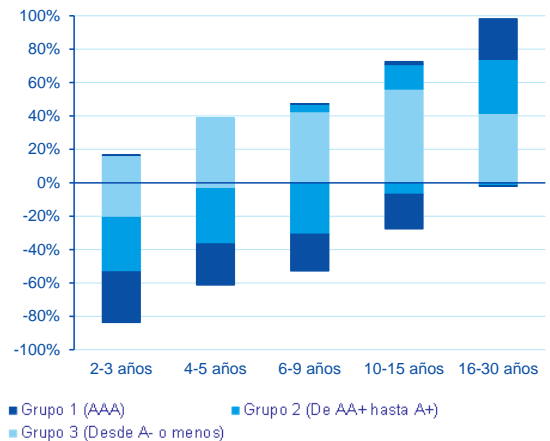
Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

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



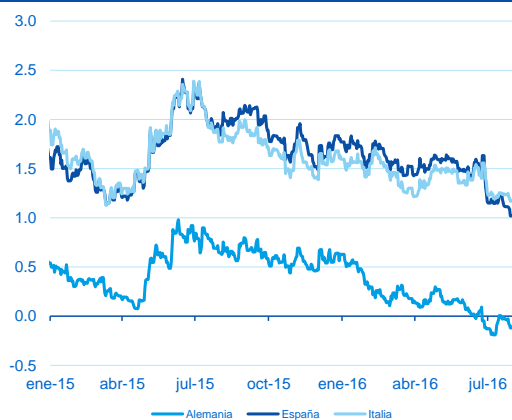
*Elegible bajo el PSPP
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



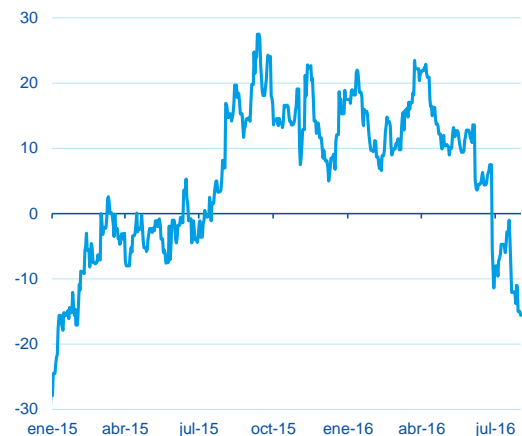
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6
Tipos de interés a 10 Años (%)



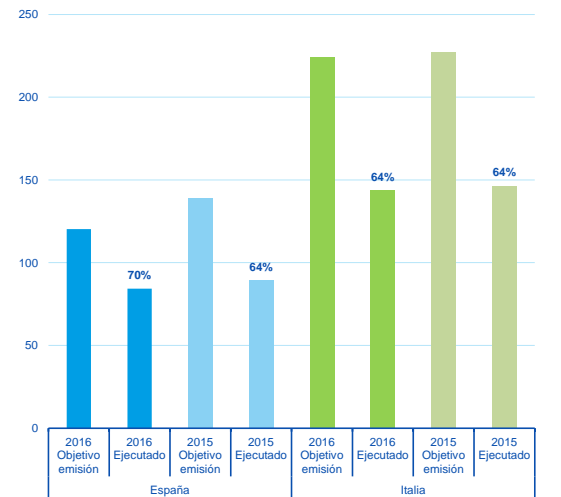
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



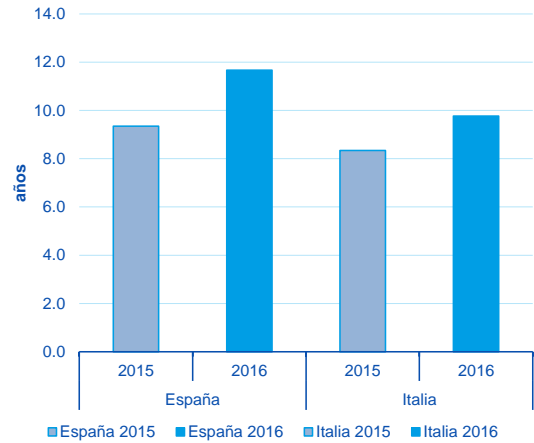
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



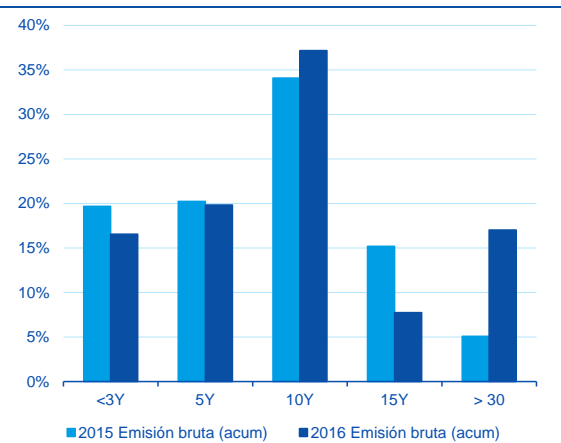
Fuente: Tesoros Nacionales, Bloomberg y BBVA Research

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



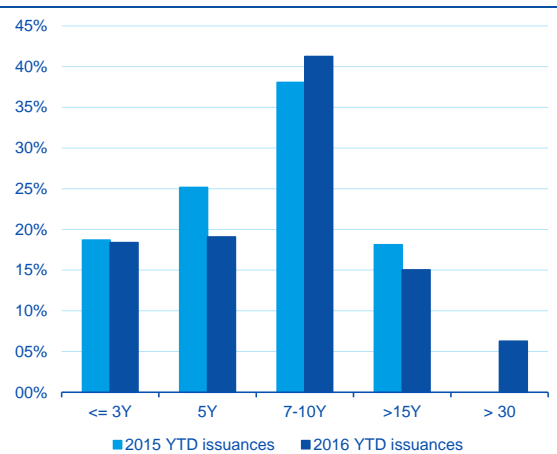
Fuente: Tesoros nacionales Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 10
España: Emisión bruta de bonos soberanos por plazos (% sobre el total de emisión bruta acumulada en el año, datos hasta mayo)



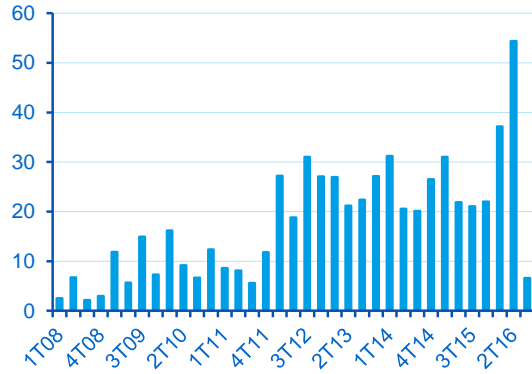
Fuente: Bancos centrales, Tesoros nacionales y BBVA Research

Gráfico 11
Italia: Emisión bruta de bonos soberanos por plazos (% sobre el total de emisión bruta acumulada en el año, datos hasta mayo)



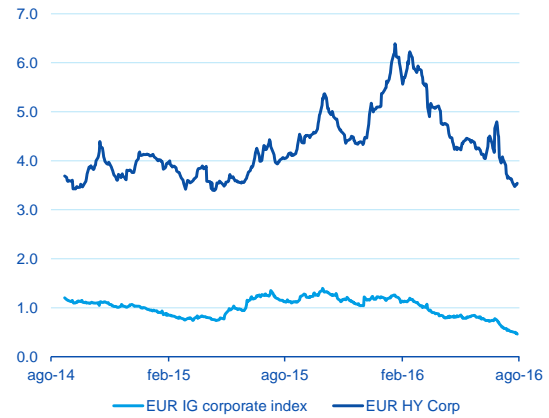
Fuente: Bloomberg, Tesoros nacionales y BBVA Research

Gráfico 12
Emisiones de deuda corporativa elegible bajo el CSPP, (EUR mM). * 3T16 incluye hasta el 31 de julio



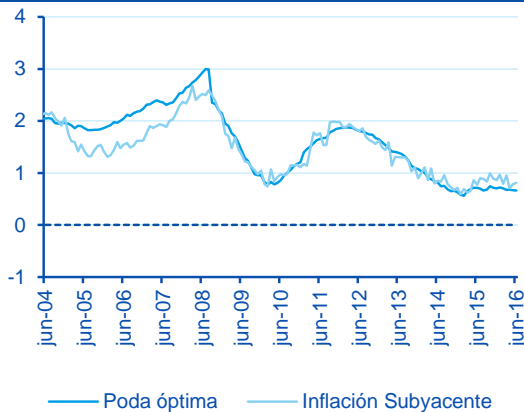
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 13
Índice de bonos corporativos no bancarios emitidos en Euros (%CTIR)



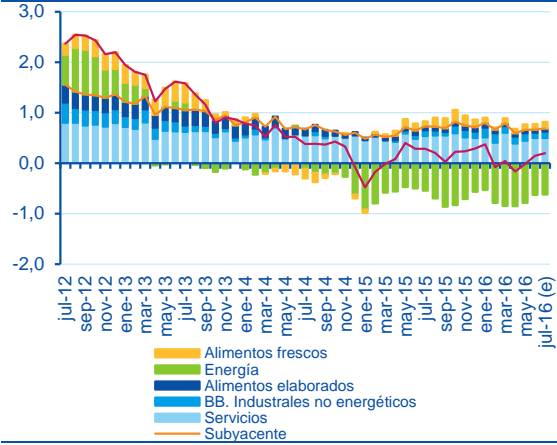
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 14
UEM: inflación (% a/a)



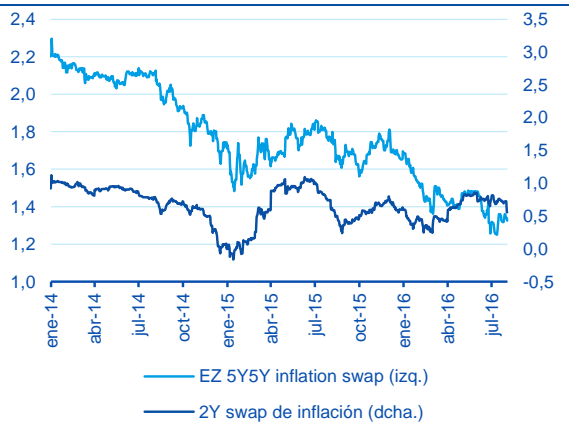
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



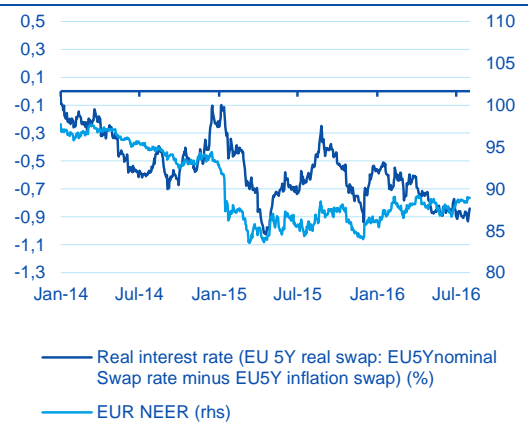
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 16
Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados



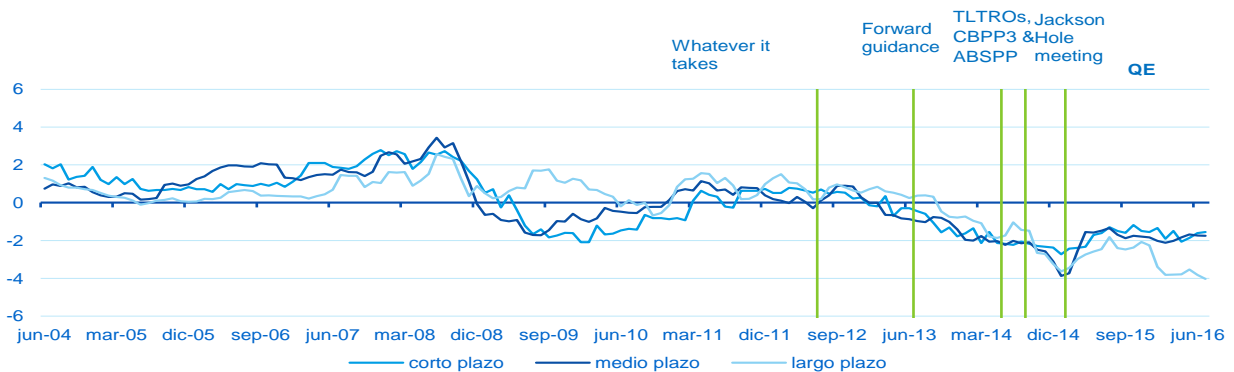
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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 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.