

BANCOS CENTRALES

Monitorizando la expansión de balance del BCE (diciembre 2015)

Sonsoles Castillo / Agustín García / Miguel Jiménez / María Martínez / Cristina Varela

- En diciembre, el programa de compra de activos (públicos y privados) no ha superado el objetivo mensual de 60 mM euros marcado, se han adquirido 50,2 mM. A pesar de este descenso en las compras, se ha cumplido en promedio desde que se inició el programa en marzo 2015 el objetivo de 60 mM, ya que en los 10 meses de programa en varios meses se ha superado el objetivo mensual
- En la reunión de política monetaria celebrada el pasado 21 de enero, el BCE dió a entender que tomará más medidas en marzo. Aunque es cierto que las primeras fases y la fragilidad continuada de la recuperación de la zona euro justifican una política monetaria altamente acomodaticia, no hay demasiada munición disponible en política monetaria.
- El incremento de la volatilidad y las tensiones en los mercados financieros ha favorecido un crecimiento de flujos hacia activos refugio como los bonos americanos, británicos y en menor medida hacia los bonos “core” de la eurozona. Por el contrario, factores idiosincráticos han favorecido una ampliación de las primas de riesgo en la periferia europea, sin que el anuncio de nuevas medidas por parte del BCE haya conseguido neutralizarlas. El anuncio del BCE tampoco está siendo efectivo para el euro que sigue sin conseguir romper a la baja los niveles de 1.08 dólares.
- Medidas de expansión monetaria del BCE

a) Programa de compra de activos: El programa de compra de activos (públicos y privados), no ha superado el objetivo marcado, 50,2 mM euros mensuales en diciembre, al igual que en agosto que también no superó el objetivo establecido, y debido a la menor liquidez en los mercados, y a que el banco central no realizó compras entre el 22 de diciembre y el 1 de enero de 2016.

En los diez primeros meses del programa, el BCE adquirió 491,2 mM de euros de bonos públicos (*Public Sector Purchase Programme* (PSPP), por sus siglas en inglés), 93,1¹ mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y 12² mM a través del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, en sus siglas en inglés). En particular, en el mes de diciembre el BCE adquirió menos del objetivo establecido, al igual que hiciera agosto. Concretamente compró 50,2 mM de euros, un 88% en bonos soberanos. A pesar de este descenso en las compras, se ha cumplido en promedio desde que se inició el programa en marzo 2015 el objetivo de 60 mM, ya que en los 10 meses de programa en varios meses se ha superado el objetivo mensual.

1: 143,3 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.

2: 15,3 mM desde que el programa entró en vigor en noviembre 2014.

a.1) Programa de compra de bonos públicos

En diciembre, el BCE compró bonos soberanos (incluidos los bonos de organismos supranacionales y agencias) por importe de 44,3 mM, 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. Esta cantidad está muy por debajo del promedio mensual desde que se inició el programa (50 mM en promedio).

En cuanto al vencimiento de la deuda adquirida hasta noviembre, es similar a la de los meses previos. El vencimiento promedio de las compras fue de 8 años, inferior a la media de los bonos de la zona euro elegibles bajo el QE (9,1 años). Por países, continúan destacado los vencimientos más altos en las compras de bonos soberanos en países periféricos, como por ejemplo en Portugal (10,3 años), y España (9,7 años), con valores más elevados en comparación con los vencimientos de su deuda elegible (8 años en Portugal y 9,1 años en España). Este comportamiento se debe en parte a las propias limitaciones del PSPP, ya que para los países periféricos, el BCE tiene bonos comprados bajo un programa previo de compra de valores (SMP por sus siglas en inglés), con vencimientos más cortos (2-3 años) y, por tanto, las compras ahora se han sesgado a plazos más largos.

Respecto a las compras de bonos de organismos supranacionales y agencias, el pasado mes se han adquirido unos 5,4 mM euros, esto supone el 12% de las compras totales de bonos, de nuevo, BCE ha apurado el máximo establecido en las condiciones iniciales del programa.

a.2) Programa de compra de activos privados

En diciembre, bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 5,9 mM de euros, cifra por debajo promedio de compras desde la entrada en vigor de ambos programas (ABSPP y CBPP3) 11 mM de euros. En diciembre las compras bajo el CBPP3 ascendieron a 5,8 mM de euros mientras que las compras bajo el ABSPP ascendieron a 0,1 mM de euros. En lo que va de programa se han adquirido 143,3 mM de euros en bonos garantizados (el programa comenzó en octubre de 2014), y 15,3 mM de euros en bonos de titulización de activos (el programa comenzó en noviembre de 2014). Según el diseño de estos programas (ABSPP y CBPP3) el BCE puede llevar a cabo las compras tanto en el mercado primario como en el secundario. Bajo ambos programas, las compras se han realizado mayoritariamente en mercado secundario (80%).

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

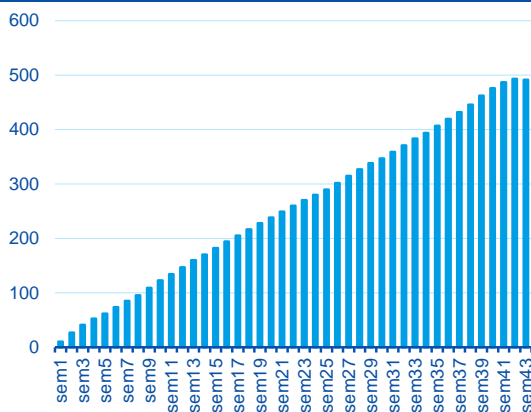
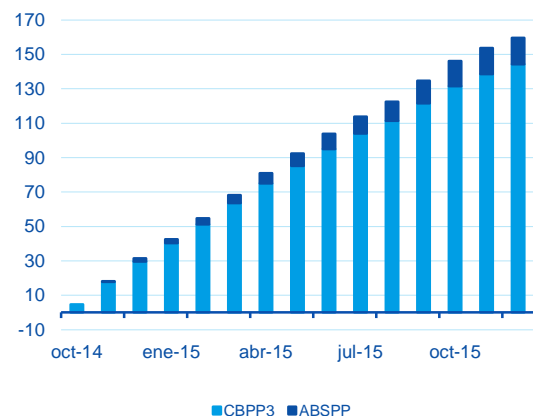


Grafico 2
CBPP3 y ABSPP Compras acumuladas semanales (EUR mM)



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.

Fuente: BCE y BBVA Research

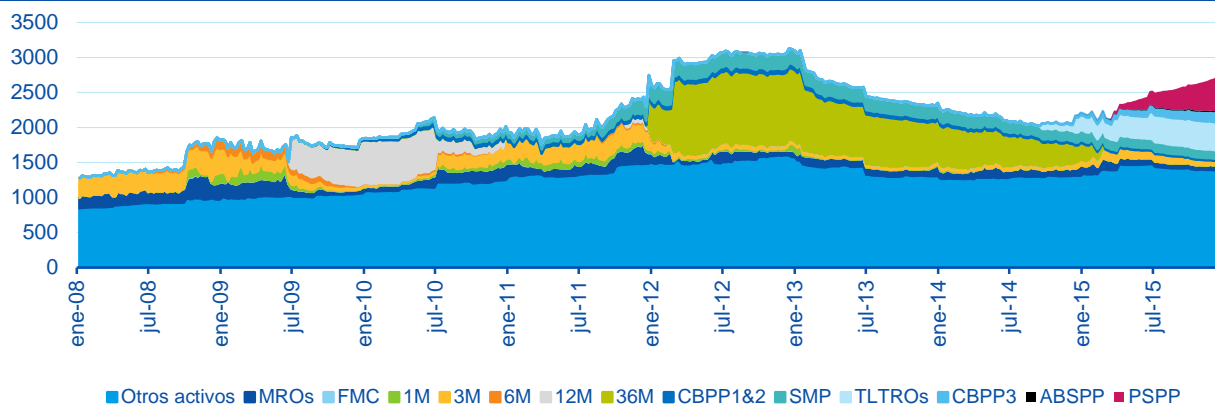
Fuente: BCE y BBVA Research

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
TLTRO	82,6			130			97,8			73,8			15,5			18,3
CBPP3		4,8	13	11,8	10,6	11	12,4	11,5	10	9,9	9	7,5	10,1	10,0	6,9	5,8
ABSPP		0	0,4	1	0,6	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6	0,9	1,3	1,9	1,6	0,6	0,1
PSPP							47,4	47,7	51,6	51,4	51,4	42,8	51	52,2	55,1	44,3

Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 3
Balance BCE (mM de euros)



Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

Impacto en los activos

a.1) Impacto en los tipos de interés de la deuda soberana

El inicio de la normalización del ciclo de tipos de interés en Estados Unidos en diciembre no causó ningún estrago en los mercados financieros internacionales, si bien, la curva americana se aplanó unos 10 bp y se desplazó hacia arriba unos 14 pb de media en diciembre. Por otro lado, la decisión del BCE de extender las medidas no estándar algo menos de lo que el mercado tenía previsto, y sin dar una señal clara de tomar nuevas medidas adicionales, apoyó una corrección al alza en los tipos europeos. Sin embargo, en enero el entorno en los mercados financieros cambió completamente, dando paso a un incremento de aversión al riesgo. El incremento de las incertidumbres sobre el grado de desaceleración de la economía china, junto con la implementación de una política errática sobre el yuan y la extensión de las caídas del crudo (que ha fijado niveles por debajo de 30 \$/b) han deteriorado las perspectivas de crecimiento global, acentuando la crisis en emergentes. En este entorno, los inversores han iniciado un proceso de rebalanceo de las

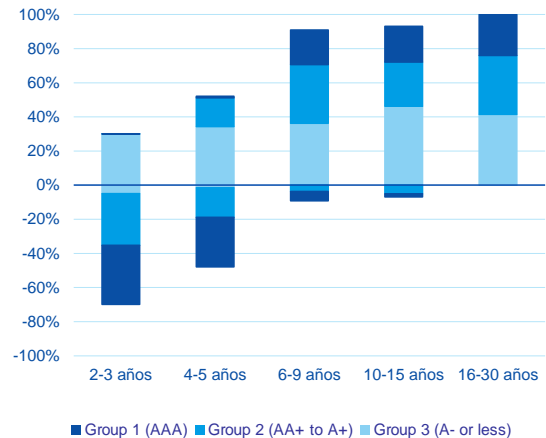
carteras, infraponderando los activos de riesgo y aumentando el peso en los activos refugio. Así, junto a fuertes salidas de flujos de fondos emergentes (aunque algo menores que en verano 2015, al estar las carteras más ajustadas) se ha producido fuertes flujos hacia activos seguros, principalmente bonos soberanos de Estados Unidos, Reino Unido y los países del “core” Europeos. Por su parte, factores idiosincráticos ha provocado una ampliación de la prima de riesgo en los países periféricos. Así, pese a que el BCE en enero diera a entender que podría tomar medidas adicionales en la reunión de marzo, el diferencial de tipos ha aumentado 11 bp en España hasta los 125 pb, 73 pb en Portugal y los 184 pb, favorecido por el ruido político y 12pb en Italia. Con todo ello, en este entorno de riesgo y bajas presiones inflacionistas, el conjunto de deuda en circulación en la eurozona con tipos de interés negativos ha aumentado en las dos primeras semanas de enero. Si bien, este movimiento ha estado impulsado por la deuda de mayor calidad crediticia.

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



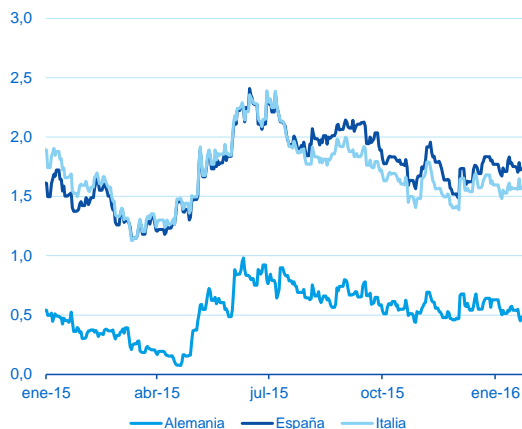
*Elegible bajo el PSPP
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



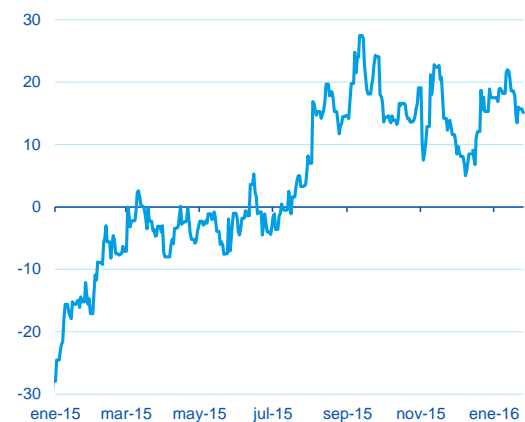
*Elegible bajo el PSPP
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6
Tipos de interés a 10 Años (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



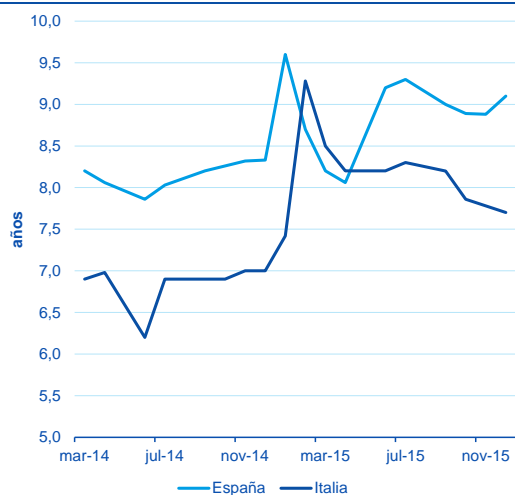
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

a.2) Emisión deuda soberana: 2016 tendrá una emisión neta de 194 Mm de euros

En 2015 todos los gobiernos consiguieron alcanzar sus objetivos de emisión sin grandes problemas a pesar de la gran volatilidad que ha existido en los mercados. Los países periféricos han logrado aumentar la vida media de sus nuevas emisiones de deuda a medio y largo plazo en 2015 (desde 8,3 años a 9,1 años en el caso de España, y desde 7 hasta 7,7 años), a pesar del incremento de volatilidad que se ha producido en los mercados financieros a nivel global y a nivel local (tercer rescate a Grecia, elecciones en Portugal y España). Además, el descenso de la vida media de las nuevas emisiones han conseguido también moderar la vida media del total de la deuda en circulación en España (desde 6,28 años en 2014 a 6,42 años en 2015) e Italia (de 6,38 años en 2014, a 6.52 en 2015).

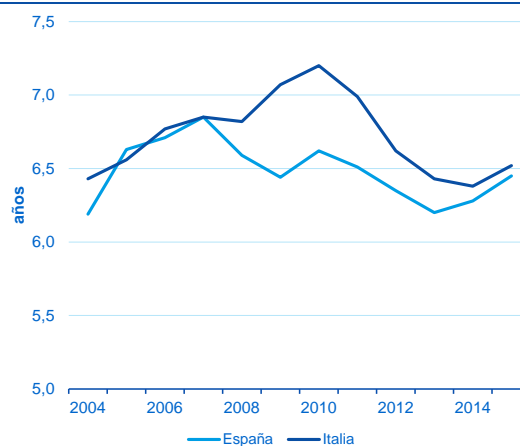
El coste de financiación de la deuda a medio y largo plazo también se ha reducido a lo largo de 2015 (-21 pb hasta 0.84% en España y en 37 pb en Italia hasta el 1,08%). Además, en el caso de España, el coste del total de deuda en circulación ha descendido (desde el 3,47% en 2014 al 3,14% en 2015 en España).

Gráfico 8
Vida media nuevas emisiones de deuda* a medio y largo plazo (a 30 Diciembre 2015)



Fuente: Tesoros Nacionales, Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 9
Vida media de la deuda España e Italia



Fuente: Tesoroer nacionales Bloomberg y BBVA Research

De cara a los programas de emisión del próximo año, los Tesoros de los países miembros de la Unión Europea habrá combinado un escenario en el que 1) las necesidades de financiación serán menores, 2) Los tipos de interés de la eurozona tenderán al alza de manera moderada arrastrados por el proceso de normalización en Estados Unidos, pero limitados por el programa de compras del BCE en los tramos 2-30 y 3) un entorno de mercados más volátil por la incertidumbre exterior. En este entorno, el interés de todos los países es alargar la vida media de la deuda, aunque aprovechando también la oportunidad que ofrece la reducción del coste de intereses al contar con unos tipos de interés negativos en varios tramos de la curva de rentabilidades. En términos generales, la emisión neta de bonos a medio y largo plazo será positiva en la eurozona (194,4mM de euros) prácticamente todos los países tendrán emisión neta positiva menos en el caso de Alemania (si incluimos los bonos indexados a inflación) que tendría una emisión neta negativa de 2.5 mM de euros. No obstante, excluimos los bonos indexados a inflación, la emisión neta de bonos en Alemania sería nula. Por lo tanto, la oferta de bonos para 2016 no debería causar mucha distorsión en el mercado.

Con datos a junio 2015, se puede decir que los no residentes han sido los que principales vendedores de la deuda pública alemana y francesa, mientras que Italia y España han sido los bancos domésticos los que han atendido la demanda de papel del BCE.

Gráfico 10

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

Gráfico 11

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

b) Impacto en tipo de cambio

La evolución del euro ha estado determinada por dos factores 1) una acción del BCE más comedida de lo previsto, 2) la reducción de diferencial de tipos a corto entre Estados Unidos y Alemania y 3) una menor demanda de euros como activo refugio. Todo esto ha hecho que al euro le cueste romper a la baja el nivel de 1.0814, pese a que el BCE ya ha indicado que podría tomar medidas adicionales en la reunión de marzo.

¿Están funcionando las medidas del BCE?

Los datos más recientes apuntan a que la recuperación podría haber ganado algo de tracción durante el último trimestre del año pasado y, a pesar de resentirse del fuerte aumento de la incertidumbre a principios de año, el crecimiento continúa mostrando cierta resistencia, apoyado en los factores domésticos y también con señales algo más optimistas para las exportaciones.

Dicho aumento de la incertidumbre se ha dejado notar en una reducción de los PMIs en enero, tras la mejora observada durante el último trimestre de 2015, pero continúan en niveles altos (similares a los de 1S15, cuando el PIB creció un 0,5% t/t en promedio). Estos niveles son consistentes con una expansión relativamente robusta de la actividad, sobre todo en el sector servicios - beneficiado del buen momento de la demanda doméstica – y algo menos en el sector industrial, aunque parecen disiparse algo los temores de un desplome de los pedidos del exterior de la zona euro. La resistencia de la confianza, o al menos no un deterioro fuerte, es crucial para que la recuperación no se resienta y continúe ganando terreno en los próximos trimestres al poder aprovecharse de los efectos positivos de algunos vientos de cola, como la caída del precio del petróleo y la nueva relajación tanto de la política monetaria como fiscal, que deberían compensar los efectos negativos del aumento de la incertidumbre y la desaceleración de la demanda global.

No obstante, los datos reales de actividad hasta noviembre no reflejan el relativo optimismo de las encuestas de confianza y continúan siendo algo decepcionantes, aunque en línea con lo esperado. Por un

lado, la producción industrial avanzó en el último trimestre de 2015 (con datos hasta noviembre) a un ritmo estable pero débil (0,2% QoQ), mientras que las ventas al por menor apuntan a cierta moderación del consumo privado. La noticia algo más positiva es la mejora en la evolución de las ventas nominales al exterior hasta noviembre, cuyo correspondiente aumento en términos reales podría ser algo mayor una vez descontada la continua caída de los precios de las mismas. Esto, unido a un menor dinamismo de las importaciones, debería redundar en que las exportaciones netas no drenaran crecimiento en el conjunto de la zona euro (tras los -0,3pp de contribución al crecimiento del PIB en 3T15).

Además, los pedidos procedentes del exterior aumentaron nuevamente a principios de año y atenúan un poco los temores de un desplome de las exportaciones. En cualquier caso, los elevados niveles de confianza, tanto en el sector servicios como de los consumidores, apuntan a que continuará siendo la demanda doméstica el principal motor de crecimiento en los próximos trimestres. Con toda esta información nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de alrededor del 0,4% t/t en 4T15 que podría acelerarse algo nuevamente a principios de este año.

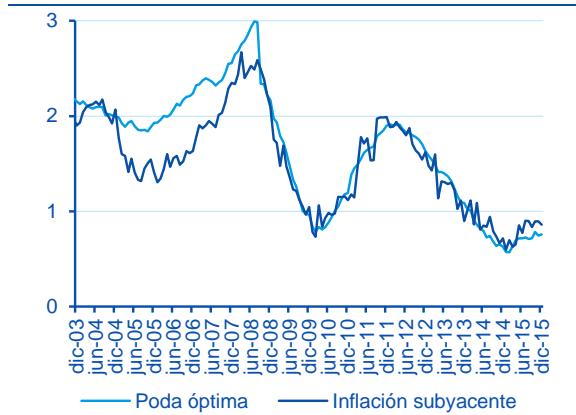
Respecto a los precios, la inflación sorprendió a la baja en diciembre por segundo mes consecutivo a pesar de aumentar en una décima hasta el 0,2% a/a (frente al 0,5% a/a esperado), debido fundamentalmente a que la caída de los precios del petróleo limitó el efecto base previsto en la inflación del componente energético, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 0,9% a/a. Y la evolución de los precios del petróleo continuará siendo el principal determinante en los próximos meses, de manera que ahora esperamos que la inflación general repunte de nuevo en enero hasta el 0,4% a/a, pero que empiece a moderarse ya en febrero y a registrar tasas ligeramente negativas a partir de marzo (alrededor de -0,2%), lo que podrían prolongarse durante el segundo trimestre (cuando prevemos que los precios del petróleo alcancen el mínimo) y sólo repuntar suavemente durante el segundo semestre del año.

Mirando un poco más allá de la incertidumbre sobre la evolución de los precios del petróleo, parece más interesante valorar cómo éstos podrían afectar a la revisión de previsiones del BCE en marzo y que utilizarán para reevaluar las medidas de política monetaria. Tomando en cuenta que los futuros de los precios del petróleo actuales (USD 30,7 en marzo, USD 35,7 en diciembre, USD 40,1 finales de 2017 y USD 45,5 a finales de 2018, que es la variable que incluyen en sus supuestos para actualizar el escenario, normalmente los de la última semana de febrero) son alrededor de un 35% y un 30% menores en 2016 y 2017, respectivamente, respecto a los que incluyeron en sus previsiones de diciembre del pasado año, pensamos que podrían revisar a la baja la inflación general en algo menos de 1pp para 2016 y en alrededor de 0,3pp las de 2017 hasta el entorno del 0% y algo por encima del 1%, respectivamente.

Además, por primera vez el BCE publicará la previsión de inflación para 2018, clave para determinar el cumplimiento del objetivo de inflación, como también lo será la valoración que hagan sobre los posibles efectos de segunda de ronda tras un periodo prolongado de inflación muy baja. Respecto a lo primero, nuestras previsiones apuntan a que el logro del objetivo se retrasaría nuevamente hasta 2018, mientras que estimamos unos efectos de segunda ronda de alrededor de 0,3pp, que dejarían la inflación subyacente en torno al 1% en 2016. Los datos hasta ahora apuntan a efectos de segunda ronda limitados, más allá de la estabilización de la inflación subyacente frente a las previsiones de ligero aumento y la contención de los salarios en un contexto de elevadas tasas de desempleo. No obstante, los PMIs para enero sugieren que las empresas podrían estar trasladando a los consumidores las bajadas de precios de las materias primas en el conjunto de la zona euro, pero con diferencias por países. En Francia este comportamiento parece más claro, aunque en parte ya se esperaba por la necesidad de estimular la demanda, mientras que en Alemania las empresas no lo estarían repercutiendo y podrían aprovechar para mejorar sus márgenes empresariales. Y a todo esto se une que la alta incertidumbre sobre los precios de las materias primas, que hace que sigamos viendo riesgos a la baja durante este año (si la caída de los precios del petróleo continúa

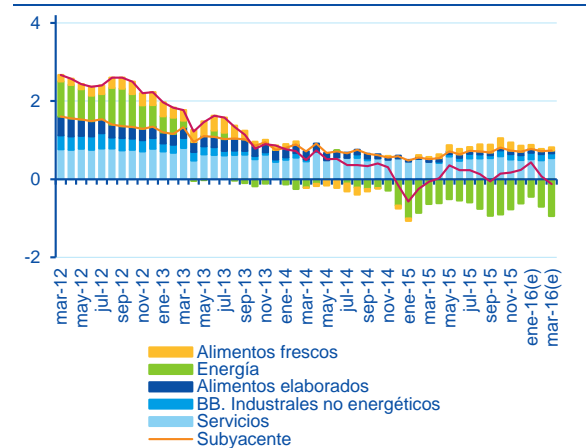
sin encontrar suelo), pero también riesgos al alza en 2017 por un posible rebote del precio del petróleo o una mayor fortaleza de la demanda doméstica, que debería beneficiarse del menor aumento de los precios.

Gráfico 12
UEM: inflación (% a/a)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 13
UEM: Inflación (% a/a) y contribución componentes (pp)

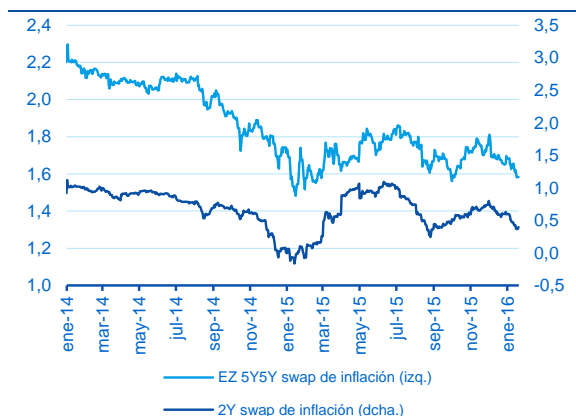


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

De acuerdo con nuestros indicadores compuestos que monitorizan la inflación (que abarcan medidas de inflación desde el dato corriente hasta expectativas a diez años), en diciembre la convergencia hacia a la media ha continuado. Sin embargo, esta convergencia está revirtiéndose en enero en línea con el ajuste de los precios de materias primas (que han intensificado su caída).

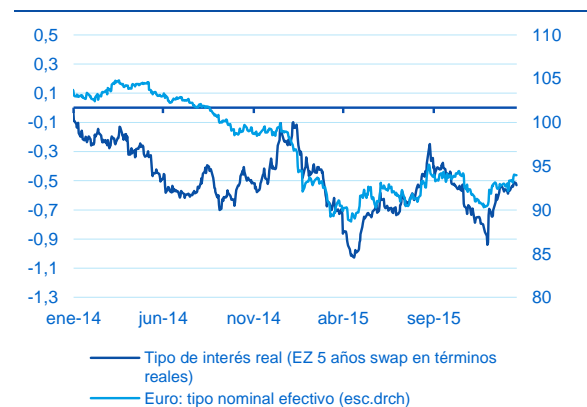
Por otro lado, las condiciones financieras en diciembre se han tensionado debido a la decepción de los mercados que esperaban más medidas por parte del BCE en la reunión de diciembre (vía a unos tipos de interés reales menores y a la depreciación del euro). Además en lo que va de mes de enero están continuando con la misma tendencia.

Gráfico 14
Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados



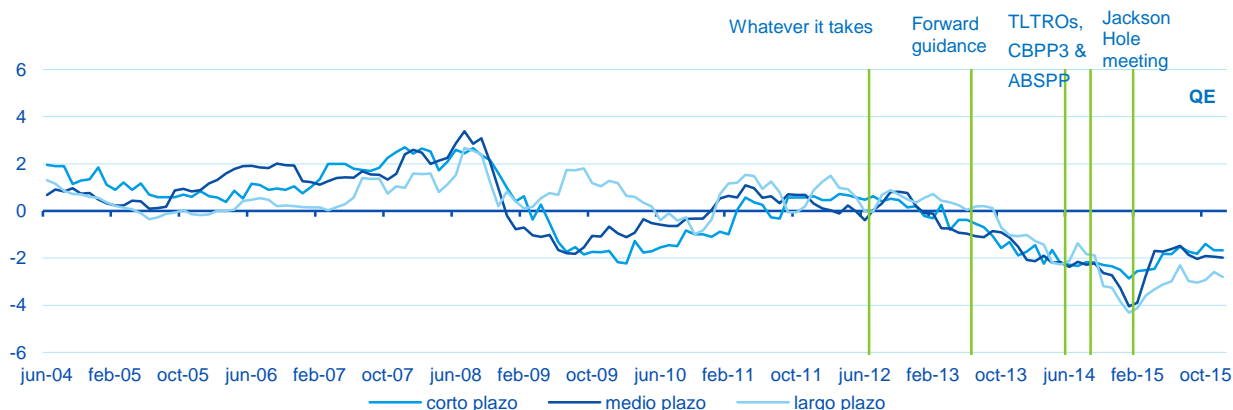
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15
Tensionamiento condiciones financieras



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 16
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

Conclusión: el balance en el último mes de compras de bonos soberanos por parte del BCE continúa siendo positivo. En diciembre, el banco central no ha superado el objetivo marcado, 50,2 mM euros mensuales, al igual que en agosto que también no superó el objetivo establecido. A pesar de este descenso en las compras se ha cumplido en promedio (desde que se inició el programa en marzo 2015) el objetivo de 60 mM, ya que en los 10 meses de programa en varios meses se ha superado el objetivo mensual. En la reunión de política monetaria celebrada el pasado 21 de enero, el BCE dió a entender que tomará más medidas en marzo. Aunque es cierto que las primeras fases y la fragilidad continuada de la recuperación de la zona euro justifican una política monetaria altamente acomodaticia, no hay demasiada munición disponible en el frente monetario

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.