

## BANCOS CENTRALES

# Monitorizando la expansión de balance del BCE (junio 2015)

Escenarios Financieros / Unidad de Europa

- **En junio, el programa de compra de activos (públicos y privados) ha superado el objetivo mensual de 60 mM euros marcado, se han adquirido 62,9 mM y continuando claramente sesgado a la compra de bonos públicos (80%). Sin embargo, no se ha percibido todavía el adelanto/aceleración de compras que algunos miembros del BCE habían anticipado, cara a la falta de emisiones en verano.**
- **El aumento de la incertidumbre en Grecia ha tenido reflejo en las primas de riesgo periféricas, pero el contagio está siendo moderado ante las expectativas de que el BCE actuaría si fuera necesario.**
- **Seguimos considerando que abrir la puerta a la especulación sobre una retirada de estímulos temprana sería tanto prematuro como arriesgado especialmente en un contexto en el que los riesgos no sólo derivados de la situación en Grecia sino también en China generan elevada incertidumbre.**

## Medidas de expansión monetaria del BCE

- a) Programa de compra de activos:** El programa de compra de activos (públicos y privados) en junio, al igual que en mayo, ha superado el objetivo marcado, 60 mM euros mensuales.

En los cuatro primeros meses del programa (marzo, abril, mayo y junio), el BCE adquirió 198,1 mM de euros de bonos públicos (*Public Sector Purchase Programme* (PSPP), por sus siglas en inglés), 43,8 mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y 5,3 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 junio, al igual que en mayo, el BCE adquirió algo más del objetivo establecido, particularmente compró 62,9 mM de euros, un 80% en bonos soberanos. Por tanto, el BCE continúa por el camino de conseguir la ampliación de balance esperada de unos 1.100 mM en septiembre de 2016.

### a.1) Programa de compra de bonos públicos

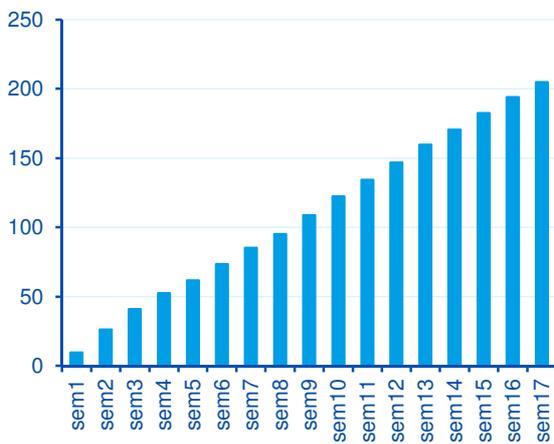
En junio, el BCE compró bonos soberanos por importe de 45,2 mM, con una distribución por país prácticamente en línea con la clave de capital del BCE, considerando un pequeño ajuste por la no compra de bonos de Grecia y Chipre (este mes si se han comprado bonos de Estonia, pero por una cuantía muy pequeña, 0,005 mM). Esta cantidad es mayor a la adquirida en los dos primeros meses de programa (41,7 en marzo y 42 en abril), pero ligeramente inferior a las compras del mes de mayo (45,4 mM), por tanto, de momento no ha habido una aceleración de las compras (frontloading) que algunos miembros del BCE anunciaron. En este contexto, en las minutas de la reunión de junio, los miembros del BCE subrayaron que el PSPP es lo suficientemente flexible como para adaptarse si fuese necesario.

En cuanto al vencimiento de la deuda adquirida hasta junio, aunque ligeramente más inferior, va en línea con los vencimientos de las compras los tres primeros meses de programa, 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 destacaron los vencimientos más altos en las compras de bonos soberanos en países periféricos como por ejemplo en Portugal (10,6 años), en España (9,82 años) y en Irlanda (9,55 años) con valores más elevados en comparación con los vencimientos de su deuda elegible (9,1 años en España, 8 años en Portugal y 8,9 en Irlanda). 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 6.3 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.

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



Fuente: BCE y BBVA Research

Grafico 2  
**PSPP: vencimiento promedio de los bonos comprados (años)**

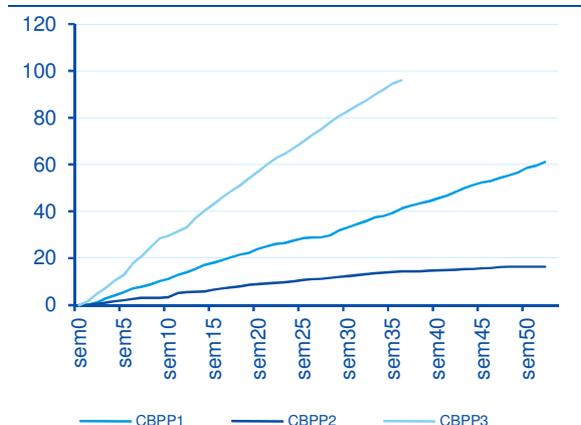


Fuente: BCE y BBVA Research

### a.2) Programa de compra de activos privados

En junio, bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 11,5mM de euros, cifra ligeramente inferior, al promedio de las compras desde que ambos programas están en vigor (ABSPP y CBPP3) 12,4mM de euros. En mayo las compras bajo el CBPP3 ascendieron a 9,9mM mientras que las compras bajo el ABSPP ascendieron a 1,6mM. En lo que va de programa (hasta el 3 de julio) se han adquirido 96.1mM en bonos garantizados y 8,9mM en bonos de titulización de activos. 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%).

Gráfico 3  
**CBPPs**  
Compras acumuladas semanales (EUR mM)



Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 4  
**CBPP3 y ABSPP**  
Compras acumuladas semanales (EUR mM)



Fuente: BCE y BBVA Research

**b) Operaciones de financiación a largo plazo vinculadas al crédito (TLTRO)**

En la cuarta TLTRO celebrada el pasado 18 de junio, se solicitaron 73,8 mM de euros por parte de 128 entidades (una cantidad promedio por entidad de 0.6 mM). Esta cantidad supone un 21,5% del potencial máximo que se podía solicitar según nuestras estimaciones (EUR 345 mM). Esta cantidad está muy en línea con la que estimaban los analistas (en media unos EUR 75 mM). Todavía no hay información oficial de la toma de liquidez por países, una primera aproximación se conocerá con la publicación de datos de apelación de junio, es decir, a partir de mediados de julio.

En las 4 primeras operaciones de liquidez condicionadas a la evolución del crédito al sector privado - excluyendo el destinado a la adquisición de viviendas- (TLTROs por sus siglas en inglés), se han tomado 384,2 mM, de los cuales se estima que entorno al 60% ha sido solicitado por entidades de países periféricos. La próxima subasta tendrá lugar el 24 de septiembre. La monitorización de estas subastas es importante como potencial señal de reactivación del crédito a la economía real.

Tabla 1  
**Medidas de expansión monetaria (mM de euros)**

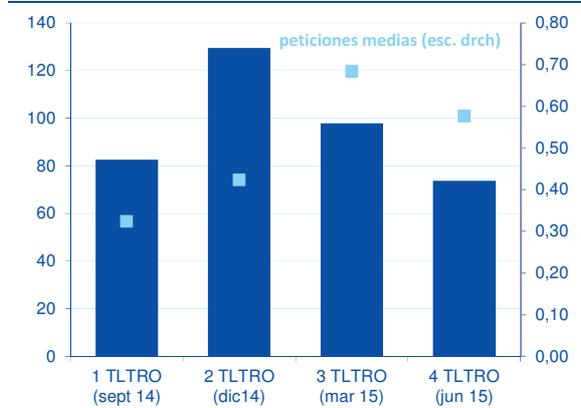
	Sep14	Oct14	Nov14	Dic14	Ene15	Feb15	Mar15	Abr15	May15	Jun15
TLTRO	82,6			130,0			97,8			73,8
CBPP3		4,8	13,0	11,8	10,6	11,0	12,4	11,5	10	9,9
ABSPP		0,0	0,4	1,0	0,6	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6
PSPP							47,4	47,7	51,6	51,4

Fuente: BCE y BBVA Research

**c) Operaciones “regulares” de financiación del Eurosistema**

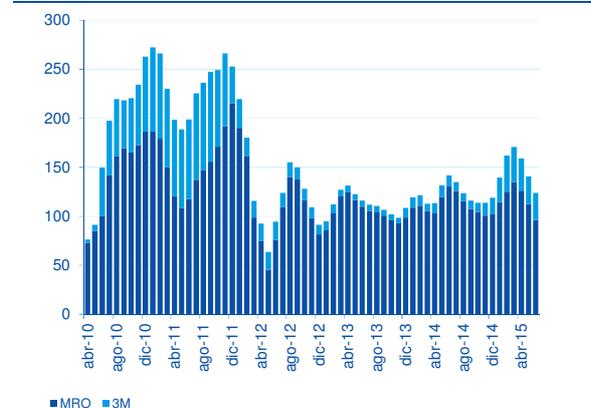
En junio, al igual que en abril y mayo, se ha reducido la liquidez adjudicada en las subastas semanales (MROs) y mensuales (3M LTROs). Actualmente se sitúa en entorno a los 125 mM, más cerca del promedio de 2014 (120 mM), después del aumento experimentado principalmente en enero y febrero debido al vencimiento de las LTROs a 3 años, (las entidades se pasaron a operaciones regulares).

Gráfico 5  
**TLTROs (mM de euros)**



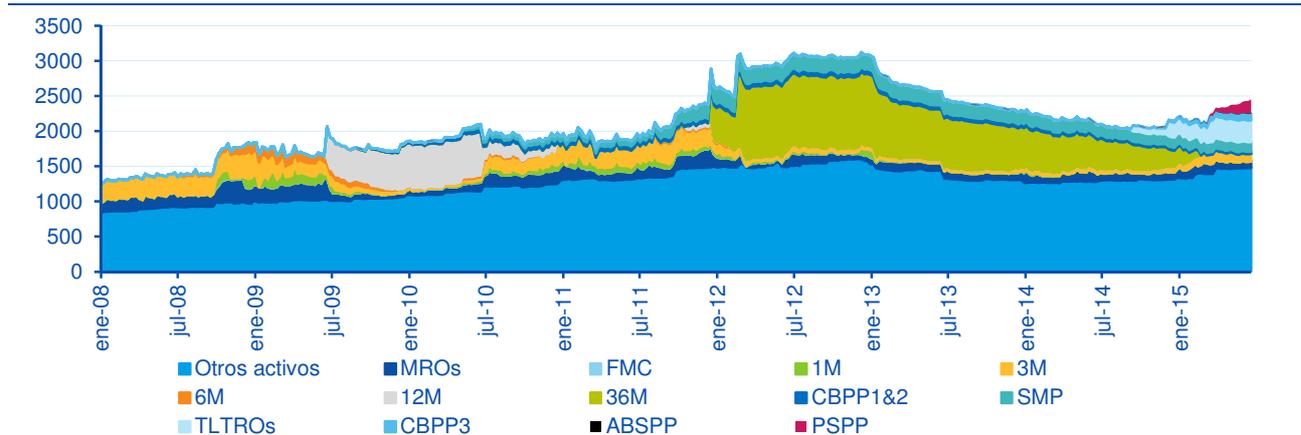
Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 6  
**3M LTRO y MRO (media móvil 3 meses, mM de euros)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 7  
**Balance BCE (mM de euros)**



Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

## Impacto en los activos

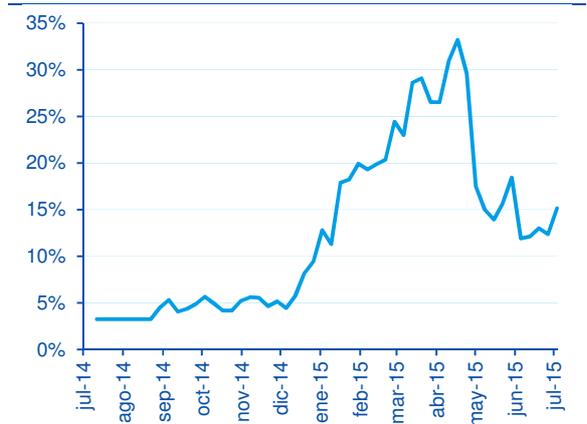
### a) Impacto en los tipos de interés de la deuda soberana

La intensificación de la crisis griega ha continuado impulsando al alza los tipos de interés de la deuda periférica, mientras que ha apoyado descensos en el tipo de interés alemán, favorecido por los flujos que buscan refugio. Esta divergencia ha hecho que las primas de riesgo en los periféricos aumenten en el último mes (20pb en España e Italia y 30 pb en Portugal). No obstante, a pesar de que la situación en Grecia ha escalado hasta niveles muy elevados y la probabilidad de salida del euro ha aumentado, el contagio hacia periféricos está siendo mucho más moderado que en episodios disruptivos anteriores. De hecho, en el último mes la prima de riesgo en países *core* como Francia o Bélgica han ampliado casi en la misma magnitud (18 pb Bélgica, 16 pb Francia y 14pb Holanda). Tras este comportamiento subyace una clara confianza en que el BCE usará todas las herramientas disponibles para impedir una escalada de la fragmentación en los mercados de la eurozona. Aunque por ahora el BCE no ha

acelerado el ritmo de compras, los mercados confían que la autoridad monetaria utilizaría este programa de forma más flexible (incremento de la cuantía o incluso redistribución de las compras por países) u otros elementos disponibles (OMT), caso que fuera necesario.

Tras la subida de tipos de interés, sobre todo de la deuda core, desde mayo, el porcentaje de deuda que cotiza a tipos negativos se redujo significativamente (desde el 33% al 12%). En junio, como consecuencia de cierto efecto refugio, este porcentaje ha subido marginalmente (hasta el 15%).

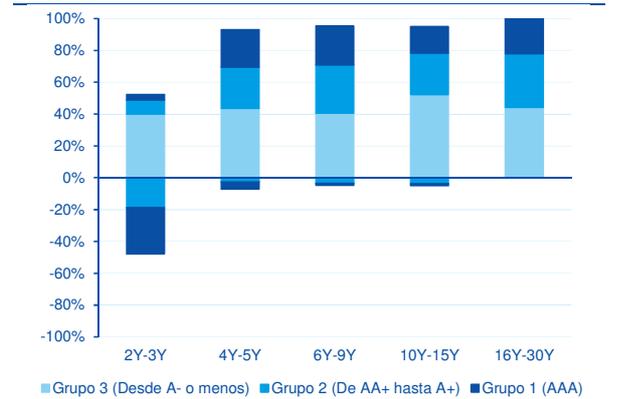
Gráfico 8  
% de deuda soberana\* (Eurozona) con tipos negativos sobre el total de deuda



\*Elegible bajo el PSPP

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

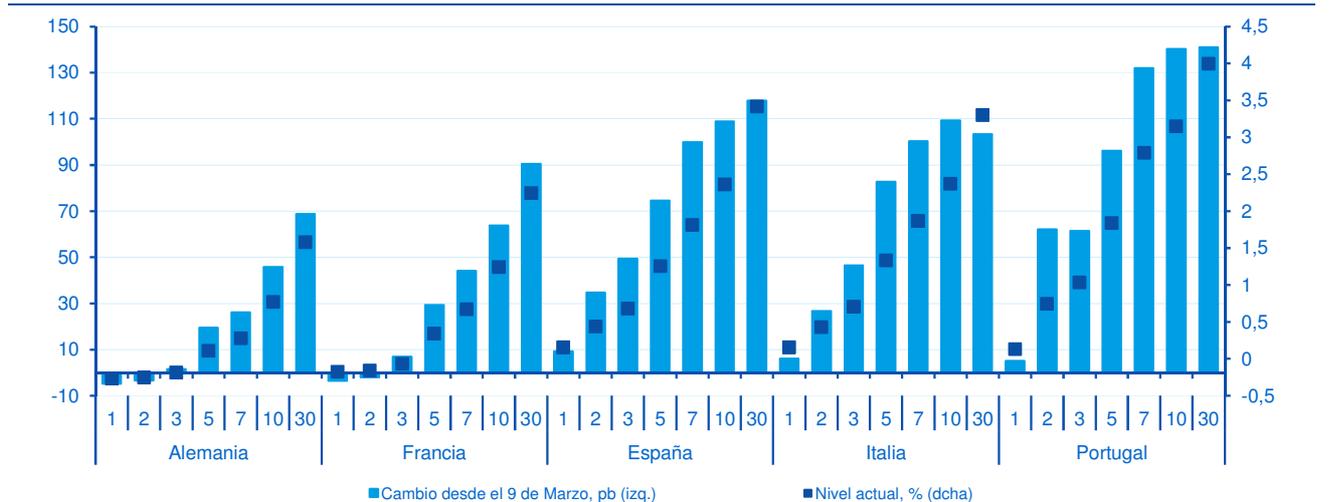
Gráfico 9  
% de deuda soberana\* (Eurozona) con tipos positivos/negativos, por rating país.



\*Elegible bajo el PSPP

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 10  
Eurozona: curvas de bonos soberanas: Nivel actual (%) y cambio desde el inicio del QE



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 11

**Rendimiento de los bonos a 10 años (%)**

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

**a.2) Emisión deuda soberana: Se estabiliza el ritmo de emisión de deuda**

El ritmo de emisión de deuda soberana a medio y largo plazo en España e Italia se ha mantenido o acelerado ligeramente en junio respecto a mayo, pese al deterioro en las primas de riesgo periféricas en el último mes. Cabe recordar, que en mayo la emisión ya se moderó respecto al primer trimestre del año. En lo que llevamos de año el ritmo de ejecución de las necesidades brutas de emisión es similar al registrado en año pasado en España (62% en 2015 vs 63%<sup>1</sup> en 2014) y va muy atrasada en Italia (53% en 2015 vs 70% en 2014).

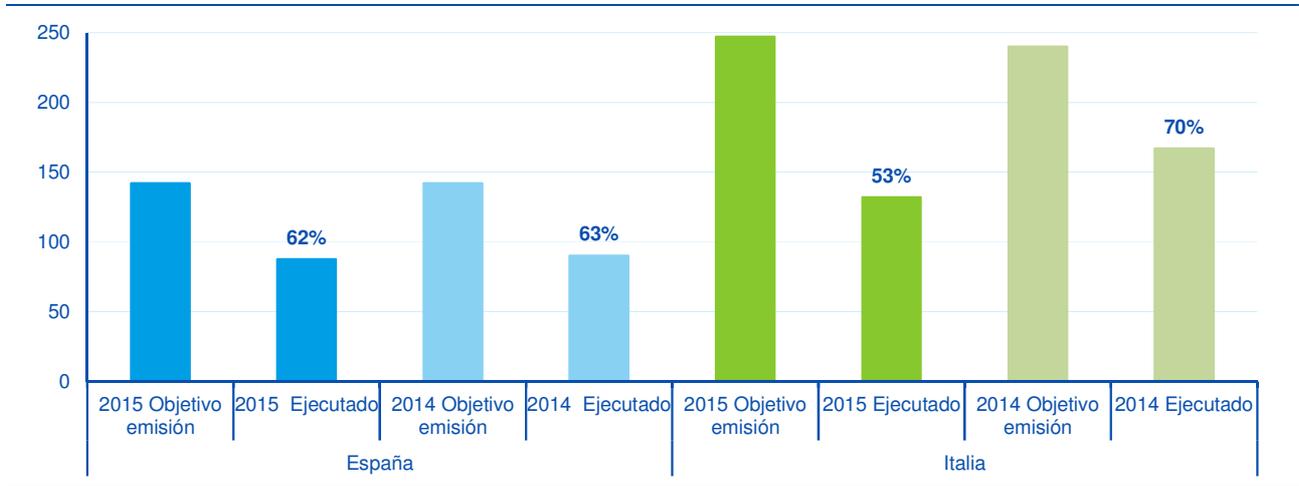
En julio los vencimientos de bonos (19,5 mM de euros en España y 16mM de euros en Italia) junto con el mantenimiento de las compras del BCE debería facilitar la cobertura de las emisiones, siempre que la crisis griega no se resuelva de una manera disruptiva. Más allá de colocar la deuda a tipos más altos, no hay señal de problemas en la colocación de la deuda.

En lo que resta de año, la emisión neta aumentará en España en torno a 22 mM de euros. Sin embargo, creemos que el mercado absorberá sin problema el nuevo stock de deuda, dado que si el BCE mantiene su ritmo de compras en lo que queda de año demandará unos 33.6 mM de euros en bonos soberanos españoles en el mercado secundario. En el caso de Italia, el panorama es mejor, la emisión neta en lo que queda de año será prácticamente nula (+2 mM de euros) y el BCE debería demandar títulos por valor de 52 mM de euros.

<sup>1</sup> Comprado con las emisiones netas de final de 2014 142 mM de euros

Gráfico 12

**España e Italia: Emisiones brutas bonos soberanos a 3 de Julio (mM euros y % del objetivo de emisión brutal anual)**

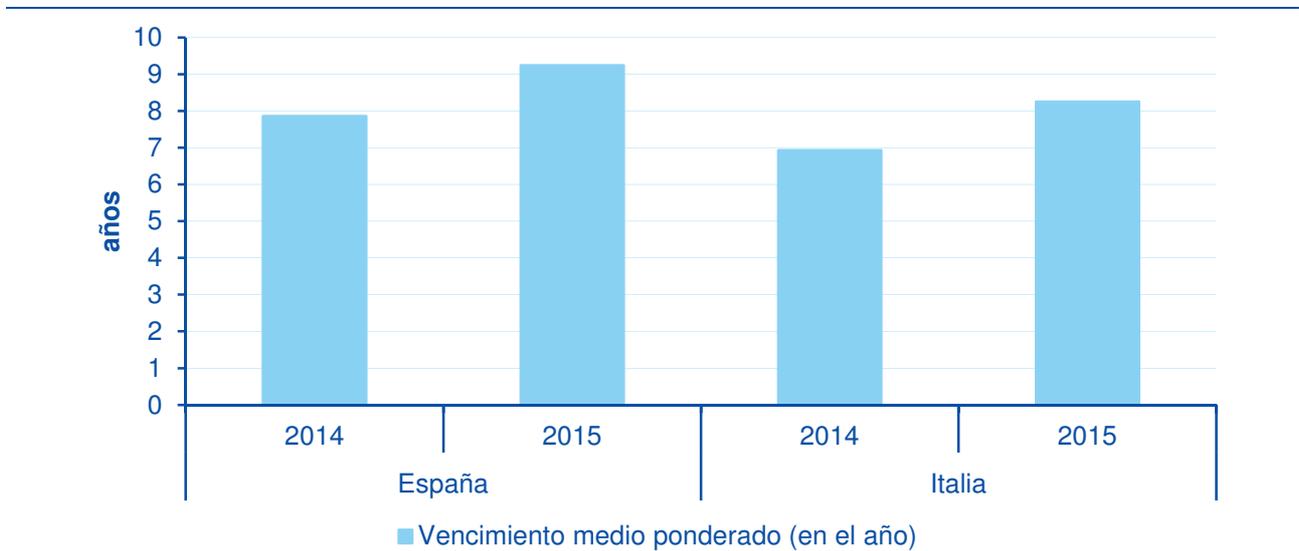


Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

El vencimiento medio ponderado de las nuevas emisiones de bonos algo más alto en junio que en mayo (España: 7.5 años vs 5 años en mayo, Italia 11.7 años en junio). Pero en el conjunto del año, la vida media de la nueva deuda a medio y largo plazo emitida se sitúa por encima de la de 2014 (ver gráfico).

Gráfico 13

**España e Italia: Vida media de las nuevas emisiones a 3 de Julio 2015**



Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

**b) Impacto en tipo de cambio**

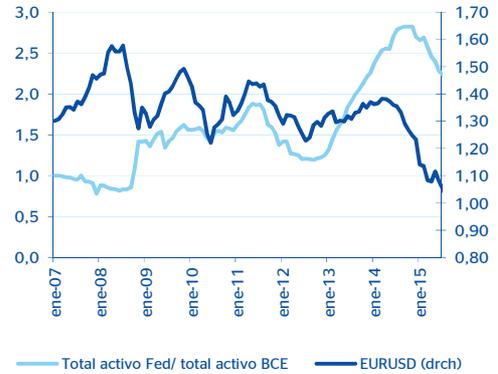
El euro se ha mantenido en un rango estrecho en el último mes 1.10-1.13, el mayor énfasis en el gradualismo del ciclo de subida de tipos de interés de la Fed ha propiciado algo de fortaleza al euro, a pesar del recrudecimiento de la crisis griega.

Gráfico 14  
**EURUSD**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15  
**EURUSD y políticas monetarias (Fed/BCE)**

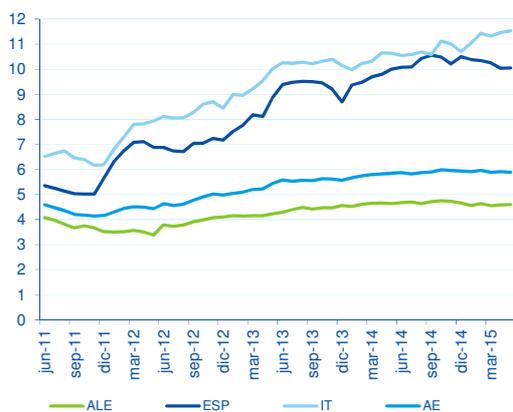


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

**c) Tenencias de bonos soberanos por parte de entidades financieras**

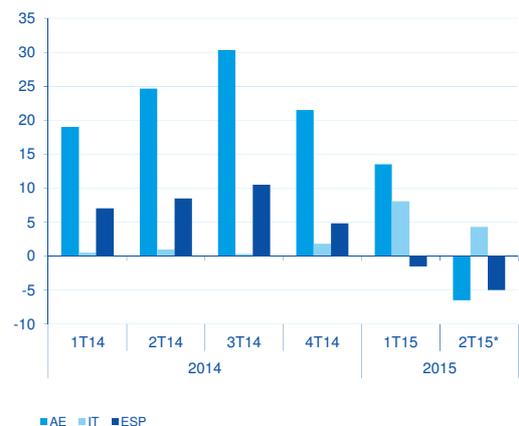
En mayo, de acuerdo con los datos publicados por el BCE de tenencias bonos soberanos de la zona euro por parte de entidades financieras, las entidades del área euro, con la excepción de España y sobre todo Italia, continuaron deshaciéndose de bonos soberanos. Así, para el conjunto de la zona euro, las entidades financieras redujeron sus tenencias de bonos soberanos en 10,9 mM de euros, cifra significativamente superior a la del pasado mes, cuando redujeron sus tenencias en 2,1 mM de euros. El descenso en mayo ha venido principalmente por la por parte de entidades francesas que redujeron sus tenencias en 11,6 mM de euros, seguidas por entidades alemanas e irlandesas. Por su parte, las entidades italianas y españolas aumentaron sus tenencias de bonos en 5,1 y 0,9 respectivamente.

Gráfico 16  
**Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras sobre total activos bancarios (%)**



Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 17  
**Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras (promedio trimestral) (mM euros) \* Datos abril y mayo**



Fuente: BCE y BBVA Research

## ¿Están funcionando las medidas del BCE?

El objetivo último de las medidas no convencionales del BCE (TLTROs, compras de ABS, CB y bonos públicos) es devolver la inflación a una senda compatible con su objetivo.

El entorno económico sigue mejorando, a pesar del resurgimiento de la crisis griega. Los indicadores de confianza y de actividad apuntan a que el ritmo de crecimiento se consolida en 2T15 apoyado tanto en factores internos como externos. Por un lado, el consumo privado continúa robusto, aunque podría moderar algo su crecimiento tras el buen desempeño desde mediados de 2014, mientras que las exportaciones parecen recuperarse tras un débil arranque de año, situándose en abril un 3,3% por encima de 1T15 y con los pedidos externos que siguen aumentando, posiblemente reflejando la depreciación del euro.

Con la información disponible hasta el momento, el modelo de corto plazo MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB de un 0,4%/0,5% t/t en 2T15, en línea con nuestro escenario base de un crecimiento del 1,6% para el conjunto de 2015. No obstante, la incertidumbre ha aumentado significativamente tras los últimos avances de la crisis griega, lo que podría terminar afectando a la confianza de los agentes, principalmente las decisiones de inversión en el corto plazo.

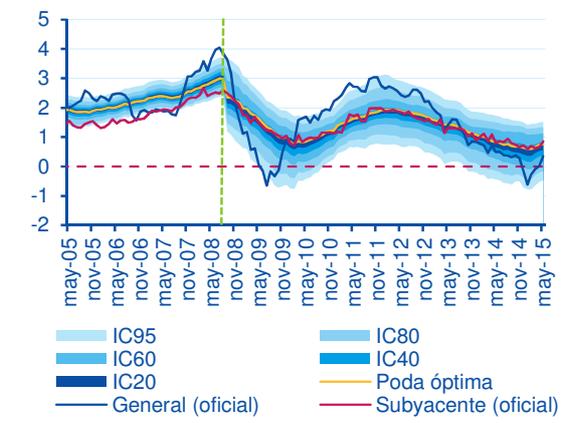
Respecto a la evolución de los precios, la inflación se moderó en junio en 0,1pp hasta el 0,2% a/a, debido a la caída de los precios energéticos y la desaceleración de la inflación en servicios. Esto se reflejó en una moderación de la inflación subyacente (-0,1pp) hasta el 0,8% a/a, por lo que el mayor incremento del esperado en mayo podría haber respondido a factores estacionales (paquetes turísticos sobre todo en Alemania).

Por otro lado, el riesgo de deflación continúa reduciéndose, como señala la caída del porcentaje de la cesta del consumo que muestra tasas mensuales (cvec) negativas con una persistencia de entre 6 y 12 meses, ahora por debajo del 3,4% frente a una media histórica del 2,4%.

Hacia delante, mantenemos nuestro escenario de un aumento muy gradual de la inflación general en los próximos meses, mientras que la subyacente se mantendrá relativamente estable. Esto está en línea con nuestro modelo de medias podadas para el conjunto de la UEM (con datos hasta mayo), al reflejar una mejora de la inflación tendencial que se sitúa en el 0,8% a/a, en línea con la inflación subyacente. Nuestros modelos apuntan a que la inflación podría aumentar ligeramente hasta alrededor del 0,5% a/a durante el tercer trimestre, mientras que la subyacente se mantendrá relativamente estable en torno al 0,8% a/a. La desaparición de los efectos base en los precios de la energía a finales de año podría reflejarse en un mayor repunte de la inflación por encima del 1% en diciembre. No obstante, la recuperación económica es moderada sin señales de presiones inflacionista, lo que hace que esperemos que una inflación media anual algo por debajo del 1,5% en 2016, tras situarse ligeramente por encima del 0% este año.

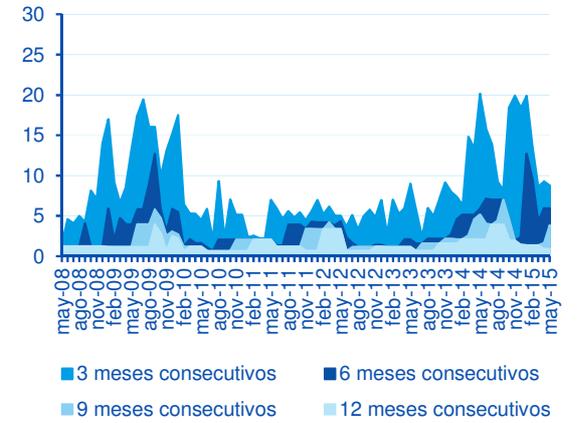
Respecto a las expectativas de inflación descontadas por el mercado, medidas como el swap de inflación 5y5y, se han situado durante todo el mes de junio por encima el 1,75%, aunque con bastante volatilidad, y en las dos últimas semanas han superado el 1,8%.

Gráfico 18  
**Inflación general, subyacente y tendencial (% a/a)**



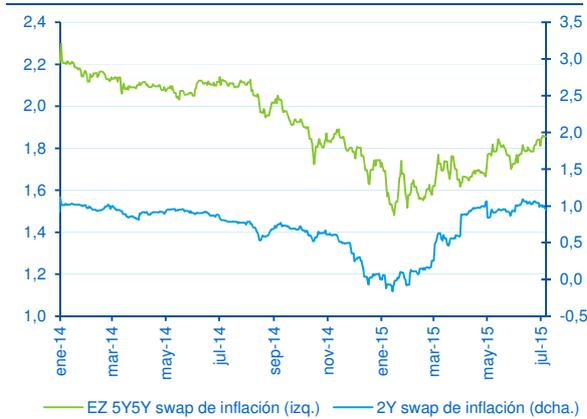
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 19  
**Porcentaje de productos del IPCA con tasa mensuales (cvec) negativas**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 20  
**Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 21  
**Tensionamiento condiciones financieras**



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 junio, el banco central ha superado el objetivo mensual de compras (62,9 mM de euros), al igual que en mayo, pero no ha habido, por ahora, aceleración de compras. Las recientes declaraciones por parte de banco central mantienen el firme compromiso de plena implementación de las medidas, incluso en la reunión de junio recordó la posibilidad de nuevas más medidas si fuese necesario. En el actual entorno de alta incertidumbre, no sólo por la situación de Grecia y su posible impacto en el resto de la zona euro sino también por otros factores de riesgo globales, es importante disipar cualquier expectativa de una retirada temprana de los estímulos. Es más, el BCE debería enfatizar que el sesgo es más bien al contrario, es decir, a ir más allá si fuera necesario.

**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.