

## BANCOS CENTRALES

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

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

- En noviembre, el programa de compra de activos (públicos y privados) ha superado el objetivo mensual de 60 mM euros marcado, se han adquirido 62,6 mM y continúa claramente sesgado a la compra de bonos públicos (88%).
- En la reunión de política monetaria de diciembre, el BCE tomó más medidas, como cabía esperar tras la reunión de octubre: i) recortó el tipo de la facilidad de depósito al mínimo histórico del -0,3%, ii) extendió el APP por seis meses y iii) reafirmó su *forward guidance*, incluida la reinversión del principal de los valores adquiridos bajo el APP.
- La evolución de los tipos de interés y del tipo de cambio en la eurozona ha estado a merced de las expectativas de la política monetaria, y de la decisión final de BCE de actuar de una manera más comedida. Todo ello ha propiciado una alta volatilidad en los tipos de interés y en el tipo de cambio de la eurozona. En torno al 30% de los bonos elegibles para ser adquiridos por el BCE bajo el APP llegaron a registrar TIR negativas, los tipos monetarios hasta el nueve meses se adentraron en terreno negativo, y el euro llegó a bajar hasta 1.053 dólares. Posteriormente una acción más moderada del BCE contribuyó a revertir este movimiento.
- Las mejores condiciones de financiación han favorecido una ampliación de los plazos de las nuevas emisiones en periféricos.
- El banco central inició 2015 embarcándose en un programa de compra de bonos del gobierno mayor de lo previsto con el objetivo de luchar contra el empeoramiento de las expectativas de inflación, y cierra el año anunciando una extensión del programa por seis meses. En nuestra opinión, dado que los cambios en el escenario económico han sido menores, no se justificaba una actuación más agresiva del BCE, cómo esperaban los mercados. Nuestra expectativa es que el BCE no adopte nuevas medidas en el corto plazo.

## Medidas de expansión monetaria del BCE

- a) Programa de compra de activos: El programa de compra de activos (públicos y privados), ha superado el objetivo marcado, 62,6 mM euros mensuales en noviembre, al igual que entre mayo y julio, y entre septiembre y octubre, que también superó el objetivo establecido, y que servirá para compensar las menores compras de cara a final de año.

En los nueve primeros meses del programa, el BCE adquirió 448,7 mM de euros de bonos públicos (*Public Sector Purchase Programme* (PSPP), por sus siglas en inglés), 87,3<sup>1</sup> mM a través del programa de

1: 138 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.

adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y 12<sup>2</sup> 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 noviembre el BCE adquirió algo más del objetivo establecido, al igual que hiciera entre mayo y julio, y entre septiembre y octubre. Concretamente compró 62,6 mM de euros, un 88% en bonos soberanos. Este incremento de las compras, permite al BCE tener margen, para realizar menos compras en diciembre<sup>3</sup>, y asegurar que alcanza el objetivo mensual de 60 mM.

En la reunión de política monetaria de diciembre, celebrada el día 3, el BCE comunicó que ampliará el APP (por sus siglas en inglés) 6 meses más, hasta al menos marzo de 2017. Esto implica que sin aumentar el la cuantía mensual, el BCE conseguirá una ampliación de balance de unos 1.500 mM en Marzo de 2017. Además de extender el programa también anunció otras medidas: i) recortó el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 pb, hasta -0,30%, un mínimo histórico, ii) amplió el rango de activos comprados (gobiernos regionales y locales), y en un esfuerzo por reafirmar su *forward guidance*, iii) anunció la reinversión del principal de los valores adquiridos bajo el programa de compra de activos a medida que venzan y durante el tiempo que sea necesario y, por último iv) extendió el procedimiento de subasta a tipo fijo con cobertura total (FRFA, por sus siglas en inglés) al menos hasta finales de 2017.

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

En noviembre, el BCE compró bonos soberanos (incluidos los bonos de organismos supranacionales y agencias) por importe de 55,1 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<sup>4</sup>. Esta cantidad está en línea con la adquirida entre mayo y julio y entre septiembre y octubre (51,5 mM en promedio), periodo en el que también superó el objetivo mensual.

En este contexto, en la reunión de política monetaria de diciembre, además de ampliar la duración del programa 6 meses más, el BCE reiteró que el PSPP proporciona suficiente flexibilidad en términos de ajuste del tamaño, de la composición y de la duración del programa como para adaptarse si fuese necesario.

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 (10,6 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.

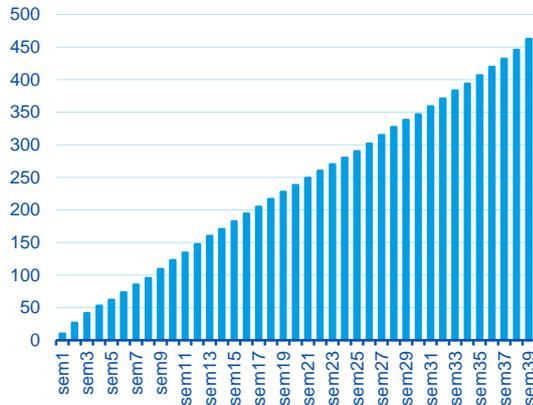
Respecto a las compras de bonos de organismos supranacionales y agencias, el pasado mes se han adquirido unos 6,6 mM euros, esto supone el 12% de las compras totales de bonos, de nuevo, BCE ha apurado el máximo establecido en las condiciones iniciales del programa.

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

3 EL BCE ha comunicado no realizará compras entre el 22 de diciembre de 2015 y el 1 de enero de 2016, retomará las compras el día 4 de enero de 2016.

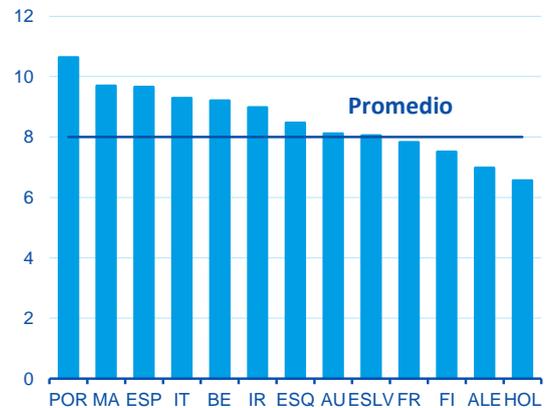
4: De momento, según detalló Draghi en la reunión de política monetaria de julio, Grecia no cumple con los criterios para empezar a comprar bonos.

**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 noviembre, bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 7,5 mM de euros, cifra por debajo promedio de compras desde la entrada en vigor de ambos programas (ABSPP y CBPP3) 11,5 mM de euros. En noviembre las compras bajo el CBPP3 ascendieron a 6,9 mM de euros mientras que las compras bajo el ABSPP ascendieron a 0,6 mM de euros. En lo que va de programa se han adquirido 138 mM de euros en bonos garantizados (el programa comenzó en octubre de 2014), y 15,2 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%).

**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 sexta operación de liquidez condicionada a la evolución del crédito al sector privado -excluyendo el destinado a la adquisición de viviendas- (TLTRO, por sus siglas en inglés) se han solicitado EUR 18,3 miles de millones por parte de 55 entidades (una cantidad promedio por entidad de 0,33 miles de millones). Esta cantidad supone solamente un 5% del potencial máximo que se podía solicitar según nuestras estimaciones (EUR 380 miles de millones). Esta cantidad está en línea con lo que estimábamos (unos EUR 15/20 miles de millones), teniendo ya en cuenta el bajo *take-up* en la quinta subasta. Este bajo *take-up* vendría explicado principalmente por la gran cantidad de liquidez disponible en el mercado (y ahora depositarla en el BCE sale más caro (-0.3%)), y también podría señalar las bajas perspectivas que tienen las entidades de cara a incrementar el crédito en el futuro (recordar que, si las entidades no utilizan los fondos para conceder crédito, tendrán que devolverlo dos años antes, en septiembre de 2016.)

Por tanto, en las 6 primeras TLTROs por sus siglas en inglés, se han tomado 418 mM de euros, de los cuales se estima que entorno al 60% ha sido solicitado por entidades de países periféricos. 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)**

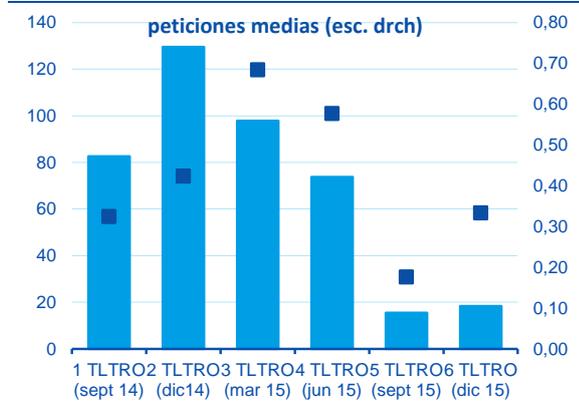
|       | sep-14 | oct-14 | nov-14 | dic-14 | ene-15 | feb-15 | mar-15 | abr-15 | may-15 | jun-15 | jul-15 | ago-15 | sep-15 | oct-15 | nov-15 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| TLTRO | 82,6   |        |        | 130    |        |        | 97,8   |        |        | 73,8   |        |        | 15,5   |        |        |
| 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    |
| 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    |
| PSPP  |        |        |        |        |        |        | 47,4   | 47,7   | 51,6   | 51,4   | 51,4   | 42,8   | 51     | 52,2   | 55,1   |

Fuente: BCE y BBVA Research

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

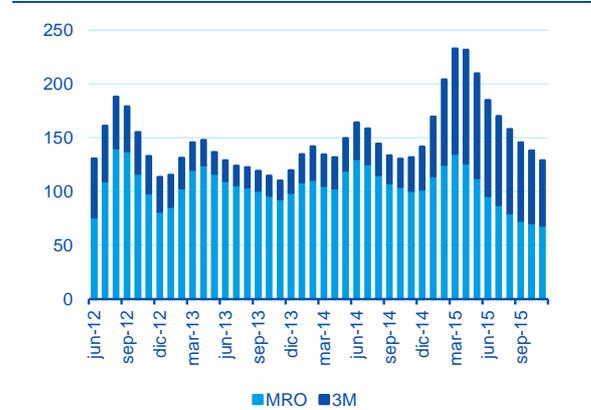
En noviembre, al igual que en los últimos 7 meses, se ha reducido la liquidez adjudicada en las subastas semanales (MROs) y mensuales (3M LTROs). En promedio, en el último mes, las peticiones en las subastas semanales se han reducido hasta el entorno de los 70 mM euros, cifra significativamente por debajo del promedio del año (95 mM). Por su parte, las peticiones en las subastas a 3 meses, 3M LTROs, también se han reducido. El stock en este tipo de subastas es de 52 mM, ha descendido también por debajo del promedio del año (80 mM). La liquidez en este tipo de subastas se ha reducido considerablemente desde el segundo trimestre del año, 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)



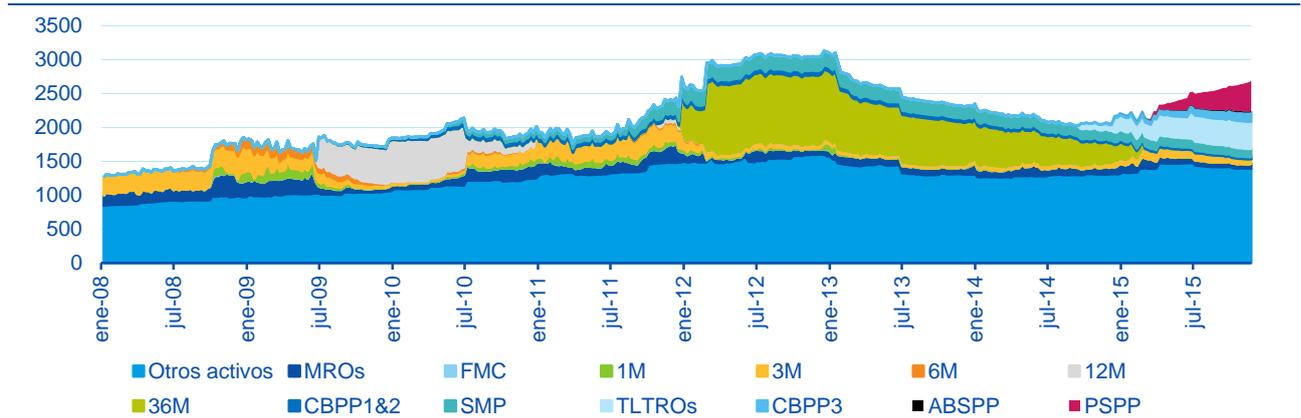
Fuente: BCE y BBVA Research

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

La evolución de los tipos de interés de la deuda soberana en Europa ha estado a merced de los mensajes de los bancos centrales, lo que ha propiciado una alta volatilidad en los tipos de interés. En la primera semana de noviembre, los tipos de interés de largo plazo europeos se vieron arrastrados al alza por el fuerte repunte de los tipos de interés de la deuda estadounidense, una vez que la probabilidad implícita en el mercado de un aumento de tipos de interés de la Fed se elevara bien por encima del 50%. En este episodio, fueron los tramos más largos de la curva europea los que más sufrieron la presión al alza y, entre ellos, los tipos de interés de los países periféricos fueron los que registraron los aumentos más bruscos. No obstante, una vez más, el discurso del BCE pudo contener e incluso revertir esta tendencia. El mercado comenzó a cotizar un paquete de medidas agresivas, en parte por la comunicación bajista de miembros del BCE, (rebaja de más de 15 puntos básicos del tipo de la ventanilla de depósito, extensión del horizonte e incremento de la cantidad mensual de compras de bonos soberanos). Con ello, los tipos de interés más que

revertieron las lazas anteriores y entorno al 30% de los bonos elegibles por programa de compras del BCE llegaron a cotizar con TIR negativa. Además, el incremento de la toma de riesgo favoreció que los tipos de interés de la periferia europea fueran los que mayores caídas registraran, lo que favoreció una reducción de la prima de riesgo. Finalmente, las medidas implementadas por el BCE fueron de menor calado del que esperaba el mercado y los tipos de interés en la eurozona volvieron a repuntar, aunque se sitúan por debajo de los niveles de principios de noviembre, a pesar de que las expectativas de que la Fed inicie su ciclo de subida de tipos de interés en diciembre sean prácticamente del 80%.

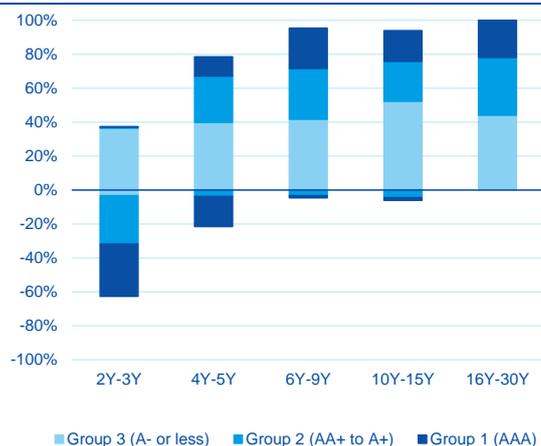
Los tipos de interés del mercado monetario también se vieron arrastrados por las expectativas de que el BCE realizara un movimiento fuerte en el tipo del depósito, y lo rebajara por debajo del -0.3%. Todos los plazos del Euribor hasta el 9 meses cotizaron en terreno negativo. El Euribor a 12 meses se mantuvo en terreno positivo, si bien flirteando en torno al 0%. Además, los futuros a 12 meses sí que llegaron a adentrarse en terreno negativo. No obstante, este movimiento se revirtió después de que el BCE recortara el depósito sólo hasta el -0.3%.

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



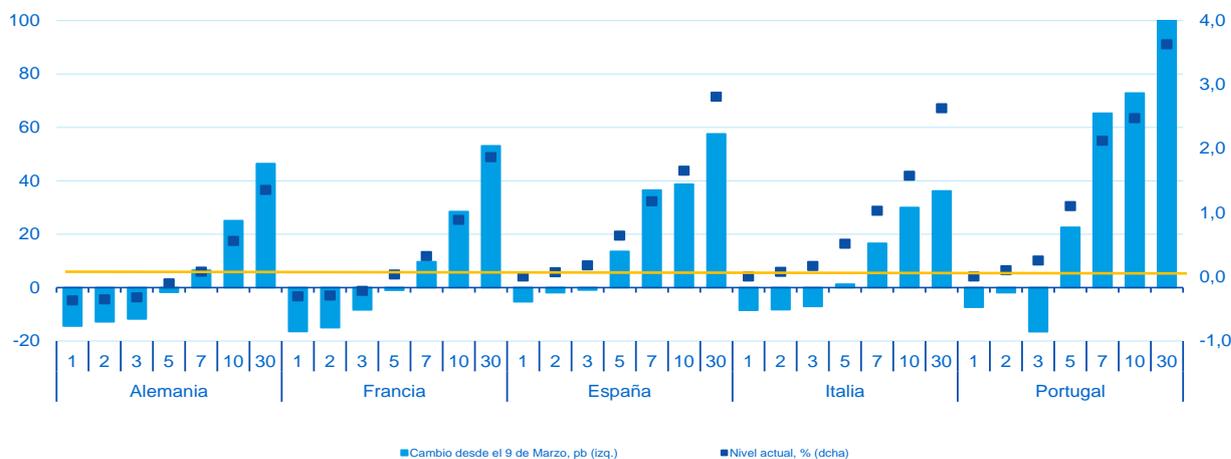
\*Elegible bajo el PSPP  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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  
Tipos de interés a 10 Años (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 12  
Diferencial bono a 10 Años España- Italia (PB)

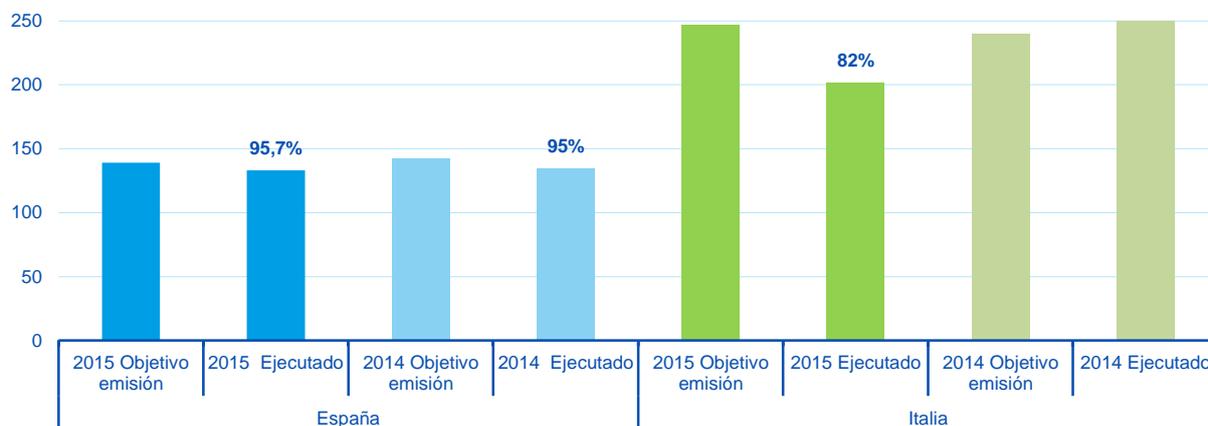


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

### a.2 ) Emisión deuda soberana: Italia aumenta ligeramente su ritmo de emisión

A noviembre el Tesoro español ha financiado el 95,7% de sus necesidades brutas de emisión de deuda a medio y largo plazo (139mM). En el caso de Italia la ejecución va algo más retrasada, pero aun así, alcanza más del 80% del objetivo de emisión.

Gráfico 13  
España e Italia: Emisiones brutas bonos soberanos a 30 de Noviembre (mM euros y % del objetivo de emisión brutal anual)



Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

En lo que llevamos de año, la vida media de las nuevas emisiones de bonos se ha mantenido prácticamente sin cambios en noviembre respecto a octubre (8.9 años en España y 7.8 años en Italia). Mientras que la vida media del total de deuda emitida por España e Italia ha aumentado durante 2015 (España 6.5 años, Italia 6.48 años). No obstante, las condiciones positivas de mercado, generadas por las expectativas de extensión del programa de compra de bonos del BCE, han facilitado que principalmente España hayan emitido a plazos más largos en noviembre (14,5 años en España y 7,3 años en Italia). También en noviembre el coste de financiación de las nuevas emisiones ha sido menor en todos los plazos. Sin embargo, en el caso español, al ampliar el plazo de la deuda emitida también ha hecho el coste medio

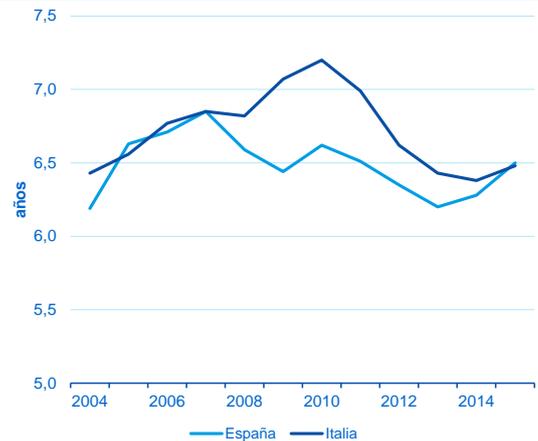
ponderado de las nuevas emisiones haya subido marginalmente en el mes de noviembre (1.39% vs 1.29% en octubre), mientras se ha reducido ligeramente en Italia (0.7% vs 0.78% en octubre).

Gráfico 14  
Vida media nuevas emisiones de deuda\* a medio y largo plazo (a 30 Noviembre)



Fuente: Tesoros Nacionales, Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15  
Vida media de la deuda España e Italia



Fuente: Tesoros nacionales Bloomberg y BBVA Research

**b) Impacto en tipo de cambio**

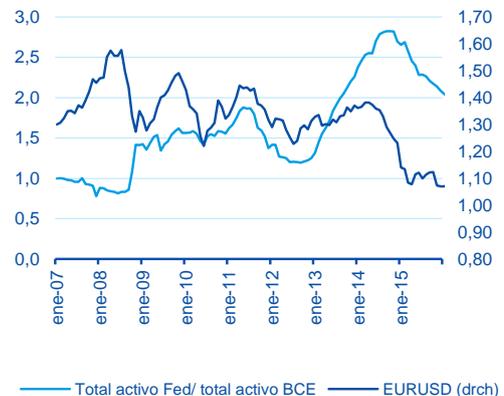
La evolución del euro ha estado también determinada por la divergencia entre las políticas monetarias de BCE y de la FED. Así, durante noviembre hasta el día anterior a la reunión del BCE de diciembre, el euro se depreció hasta situarse en niveles mínimos de 1,056 dólares, en línea con el aumento del diferencial negativo de tipos de interés a dos años entre Alemania y Estados Unidos. Sin embargo, después de que el BCE ejecutara medidas más comedidas que las esperadas por el mercado, y no diera señales de que pudiera implementar medidas más agresivas en un futuro, el euro se apreció y prácticamente revirtió la tendencia. Como resultado, la divisa europea tan solo se ha depreciado un 0.5% contra el dólar estadounidense y un 0.7% contra el franco suizo desde el 30 de octubre hasta hoy. Mientras que se ha apreciado un 1% contra la libra.

Gráfico 16  
EURUSD



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 17  
EURUSD y políticas monetarias (Fed/BCE)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

c) Tenencias de bonos soberanos por parte de entidades financieras

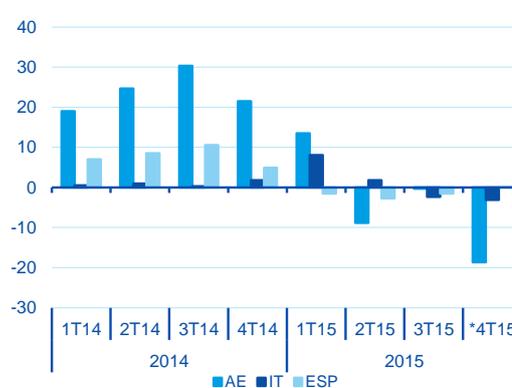
En octubre, de acuerdo con los datos publicados por el BCE, las entidades financieras del área euro, en su mayoría, se han deshecho de bonos soberanos. Así, para el conjunto de la zona euro, las entidades financieras disminuyeron sus tenencias de bonos soberanos en 18,7 mM de euros, al contrario que en septiembre, que las aumentaron en 6 mM de euros. La reducción de octubre ha venido principalmente por la por parte de entidades francesas y alemanas que disminuyeron sus tenencias respectivamente en 4,4 y 3,8 mM de euros, y las italianas lo hicieron en 3,1 mM de euros. Por su parte, las entidades españolas mantuvieron prácticamente inalteradas sus tenencias de bonos soberanos.

Gráfico 18  
**Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras sobre total activos bancarios (%)**



Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 19  
**Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras (promedio trimestral) (mM euros) \* 4T15 Datos octubre**



Fuente: BCE y BBVA Research

¿Están funcionando las medidas del BCE?

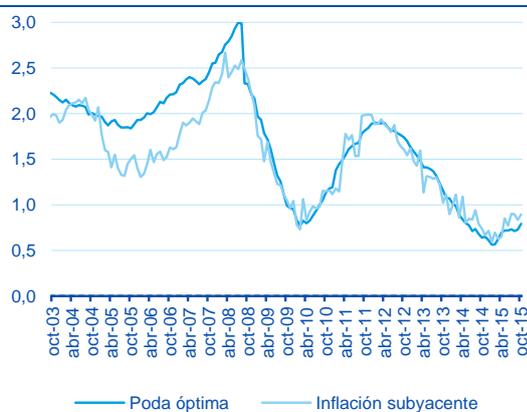
La zona euro continúa creciendo a un ritmo modesto, con señales de mejora en el último trimestre del año. Los datos de Contabilidad Nacional mostraron que el PIB en la zona euro creció un 0,3% t/t en 3T15, tras el 0,4% t/t en 2T15, apoyado en la solidez del consumo privado y el aumento del público. La inversión continuó prácticamente estancada por segundo trimestre consecutivo, pero se compensó en parte por la acumulación de inventarios (0.2pp) y por un aumento mayor del esperado del consumo público, ligado a una política fiscal ligeramente expansiva y al mayor gasto público por la crisis de refugiados, que continuarán probablemente el año que viene. Todo ello resultó en una contribución de la demanda doméstica al crecimiento trimestral del PIB de 0,6pp. La desaceleración de la demanda global durante el verano se dejó notar en una fuerte moderación del crecimiento de las ventas al exterior y, junto con el avance relativamente estable de las importaciones, las exportaciones netas restaron 0,3pp al crecimiento.

Los datos más recientes apuntan a que la recuperación está avanzando a un ritmo relativamente superior en el último trimestre del año, apoyada en los factores domésticos, pero también con señales algo más optimistas para las ventas al exterior. Tanto la encuesta de confianza de la Comisión Europea como sobre todo los PMIs mostraron un aumento de los pedidos desde el exterior, revertiendo el empeoramiento de los últimos meses hasta los niveles observados antes del verano. A esto se une el aumento del comercio mundial hasta septiembre (tras las caídas registradas en los dos trimestres anteriores) que, junto a la depreciación del euro, debería apoyar la actividad por el aumento de exportaciones a otros países desarrollados, pero también a los países emergentes de Asia y Europa. No obstante, 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, aunque las ventas al por menor apuntan a cierta

moderación del consumo privado, por lo que la recuperación de la inversión seguirá siendo el factor clave en los próximos trimestres para determinar si la recuperación se termina de consolidar. Aunque la información para 4T15 prácticamente se limita a los datos de confianza, nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de alrededor del 0,4% t/t a final de año.

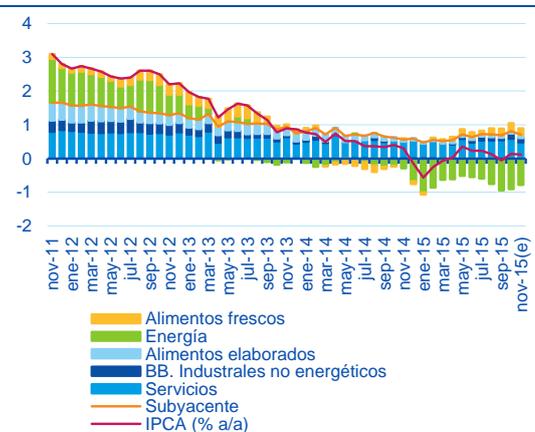
Respecto a los precios, la inflación sorprendió a la baja en noviembre al mantenerse estable en el 0,1% a/a (frente al 0.3% esperado), ya que la menor caída de los precios de la energía se compensó por la moderación de la inflación subyacente en 0,1pp, hasta el 0,9% a/a. Sin embargo, este menor crecimiento de los precios del componente subyacente, y en especial de los servicios, no parece generalizado por países, sino que podría responder principalmente a la fuerte moderación de los registros en Italia, frente a la probable estabilización en Alemania y España. Descontando la volatilidad de la inflación de los servicios en los últimos meses, ésta se habría mantenido fluctuando alrededor del 1,1% a/a y no se aprecia un cambio en la tendencia, mientras que la menor caída de los precios de la energía estuvo en línea con lo esperado dado el efecto base anticipado. Por este motivo continuamos esperando que la inflación repunte en diciembre (unos 0,5pp, hasta alrededor del 0.8%) debido a la desaparición de dicho efecto base (tras la intensa caída a finales de 2014), con la inflación podría alcanzar una media anual en torno al 0,1% en el conjunto de 2015. La sorpresa negativa del mes pasado, junto con la fuerte caída del precio de las materias primas y la evolución del tipo de cambio suponen un sesgo a la baja sobre la senda de inflación en el corto plazo y sobre nuestra previsión para el año que viene (de alrededor del 1% en media).

Gráfico 20  
UEM: inflación (% a/a)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 21  
UEM: Inflación (% a/a) y contribución componentes (pp)



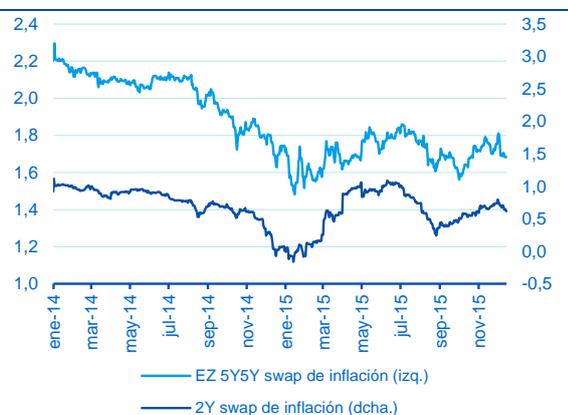
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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 noviembre la convergencia hacia a la media ha continuado, especialmente en el indicador de largo plazo. Aunque está convergencia se podría estancar o revertir en diciembre en línea con el ajuste de los precios de materias primas (que han intensificado su caída).

Por otro lado, las condiciones financieras en noviembre continuaron relajándose (debido a unos tipos de interés reales menores y a la depreciación del euro), respecto al endurecimiento que se produjo en los meses de verano. Pero en lo que va de mes de diciembre, se han tensionado debido a la decepción de los mercados que esperaban más medidas por parte del BCE. Por su parte, la transmisión de las medidas de política monetaria a la economía real, continúa traducándose en tipos de interés menores en las operaciones de crédito desde el segundo trimestre del año principalmente.

Gráfico 22

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



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 23

**Tensionamiento condiciones financieras**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 24

**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 noviembre, el banco central ha superado el objetivo mensual de compras (62,6 mM de euros), al igual que en el periodo entre mayo y julio, y que en septiembre y octubre. Este incremento de las compras, permite al BCE tener margen en el próximo mes (de cara a la menor liquidez a final de año), y por tanto, asegurarse alcanzar el objetivo mensual de 60 mM.

En la reunión de política monetaria celebrada el pasado 3 de diciembre, el BCE tomó una serie de medidas (como cabía esperar tras la reunión de octubre) en aras de contener los factores que están retrasando el retorno de la inflación al objetivo del banco central, niveles inferiores, pero próximos al 2%. El banco central inició 2015 embarcándose en un programa de compra de bonos del gobierno mayor de lo previsto con el objetivo de luchar contra el empeoramiento de las expectativas de inflación, y cierra el año anunciando una extensión del programa por seis meses. En nuestra opinión, dado que los cambios en el escenario económico han sido menores, no se justificaba una actuación más agresiva del BCE, cómo esperaban los mercados. Nuestra expectativa es que el BCE no adopte nuevas medidas en el corto plazo.

**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.