

BANCOS CENTRALES

Monitorizando la expansión de balance del BCE (agosto 2015)

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

- En agosto, el programa de compra de activos (públicos y privados) no ha alcanzado el objetivo mensual de 60 mM euros marcado, se han adquirido 51,6 mM y continuando claramente sesgado a la compra de bonos públicos (80%). Este mes, se han producido menos compras por la falta de emisiones en verano como algunos miembros del BCE habían anticipado que fueron compensadas por compras algo superiores en los meses previos. En los seis primeros meses del programa, se alcanzó el objetivo marcado: EUR 360 mM.
- Este mes el BCE hizo un ajuste técnico de uno de los parámetros del programa, elevando el porcentaje máximo que puede comprar de cada emisión del 25 al 33%.
- Las primas de riesgo de la periferia europea se han mantenido contenidas y los programas de emisión de deuda de pública no se han visto alterados a pesar del entorno de volatilidad y aversión al riesgo que se ha producido en agosto.
- En este entorno, el BCE refuerza el mensaje de compromiso con el actual programa y enfatiza su disponibilidad para hacer uso de la flexibilidad que brinda el mismo. De acuerdo con nuestras previsiones de inflación, revisadas ligeramente a la baja por un menor precio de petróleo, seguimos esperando una convergencia al objetivo en los próximos dos años. Por tanto, no esperamos cambios en el programa de compras del BCE.

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, 60 mM euros mensuales en agosto, al contrario que en los últimos tres meses en los que había superado el objetivo establecido

En los seis primeros meses del programa, el BCE adquirió 291,7 mM de euros de bonos públicos (*Public Sector Purchase Programme* (PSPP), por sus siglas en inglés), 60,2¹ mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y 7,6² 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 agosto el BCE adquirió, por primera vez desde que el programa entró en vigor, títulos por debajo del objetivo establecido (60 mM). Concretamente compró 51,6 mM de euros, un 80% en bonos soberanos. Esta disminución de las compras había sido anticipada por el BCE con el fin de ajustarse a la reducción de la liquidez durante los meses estivales. Además la disminución de agosto es prácticamente compensada por

1: 111,5 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.

2: 11,1 mM desde que el programa entró en vigor en noviembre 2014.

la aceleración de la compras (*frontloading*) realizado entre mayo y julio. 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 agosto, el BCE compró bonos soberanos (incluidos los bonos de organismos supranacionales y agencias) por importe de 42,8 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 es significativamente menor a la adquirida entre mayo y julio (51,5 mM en promedio). Como se mencionaba previamente, esto se debe al periodo estival, ya que en agosto hay menores emisiones y mayor volatilidad en los mercados.

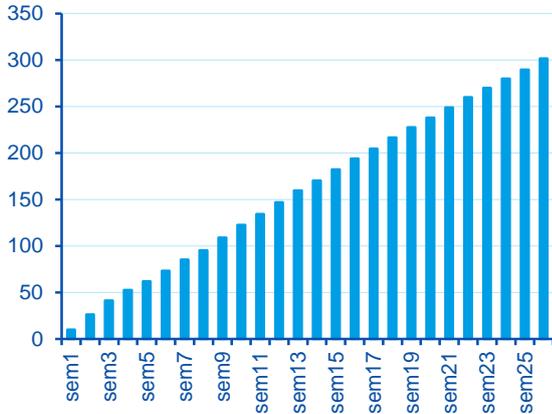
En este contexto, en la reunión de política monetaria de septiembre, los miembros del BCE subrayaron y reiteraron que el PSPP proporciona suficiente flexibilidad en términos de ajuste del tamaño, de la composición y de la duración del programa como para adaptarse si fuese necesario. En sentido el banco central anunció en esta reunión un ligero cambio en el plan de compra de activos; esta modificación le permite comprar una mayor cantidad de cada emisión individual de bonos, al incrementar el límite inicial del 25 % hasta el 33 % (previa verificación caso por caso de que este aumento no cree una situación en la que el Eurosistema pueda constituir una minoría de bloqueo). El BCE señaló que esta medida tiene como objetivo la implementación sin sobresaltos del programa actual para alcanzar el objetivo 60 mM. Este cambio, además de dar al BCE un universo más amplio de liquidez para sus compras actuales y mayor flexibilidad para aprovechar más bonos líquidos, da muestras del compromiso por parte del banco central de mantener una política monetaria acomodaticia.

En cuanto al vencimiento de la deuda adquirida hasta agosto, 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 (10,7 años), Irlanda (9,7 años) y , España (9,7 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 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.

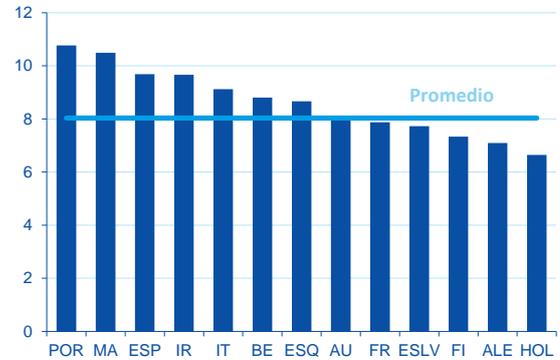
3: De momento, según detalló Draghi en la última rueda de prensa, Grecia no cumple con los criterios para empezar a comprar bonos.

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)

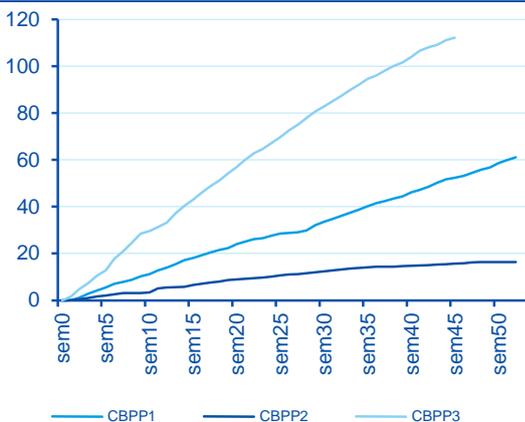


Fuente: BCE y BBVA Research

a.2) Programa de compra de activos privados

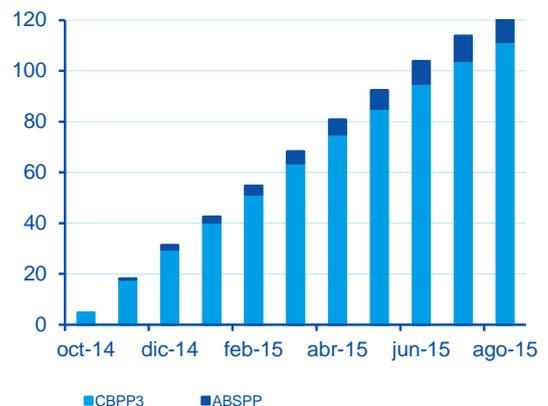
En agosto, bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 8,8mM de euros, cifra muy inferior, al promedio de las compras desde que ambos programas están en vigor (ABSPP y CBPP3) 12 mM de euros. En agosto las compras bajo el CBPP3 ascendieron a 7,46 mM de euros mientras que las compras bajo el ABSPP ascendieron a 1,35 mM de euros. En lo que va de programa se han adquirido 111,5 mM de euros en bonos garantizados (el programa comenzó en octubre) y 11,1 mM de euros en bonos de titulización de activos (el programa comenzó en noviembre). 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 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 euros, 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. En la toma de liquidez en esta subasta es posible que pese el reciente tensionamiento en los mercados financieros, como ha señalado Peter Praet, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, recientemente. 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)

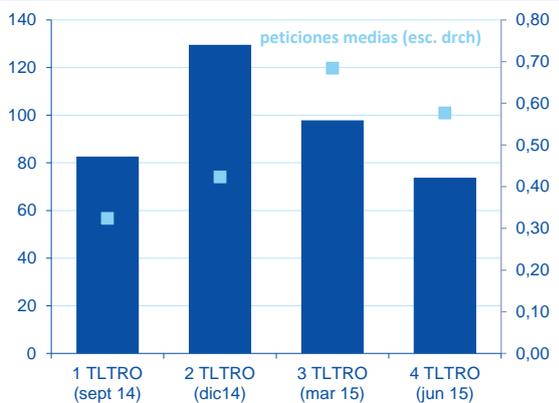
| | Sep14 | Oct14 | Nov14 | Dic14 | Ene15 | Feb15 | Mar15 | Abr15 | May15 | Jun15 | Jul-15 | Ago-15 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| TLTRO | 82,6 | | | 130,0 | | | 97,8 | | | 73,8 | | |
| CBPP3 | | 4,8 | 13,0 | 11,8 | 10,6 | 11,0 | 12,4 | 11,5 | 10 | 9,9 | 9,0 | 7,5 |
| ABSPP | | 0,0 | 0,4 | 1,0 | 0,6 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,4 | 1,6 | 0,9 | 1,3 |
| PSPP | | | | | | | 47,4 | 47,7 | 51,6 | 51,4 | 51,4 | 42,8 |

Fuente: BCE y BBVA Research

c) Operaciones “regulares” de financiación del Eurosistema

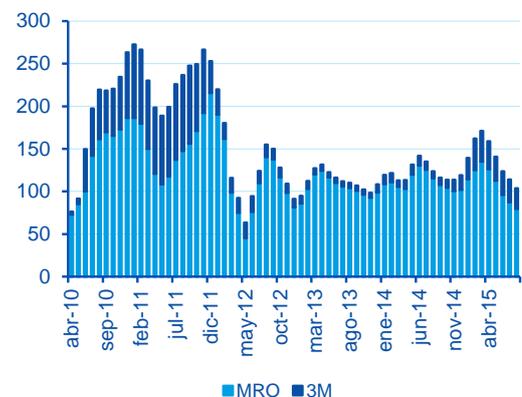
En agosto, al igual que en los últimos 4 meses, se ha reducido la liquidez adjudicada en las subastas semanales (MROs) y mensuales (3M LTROs). En promedio, en el último mes, las peticiones en las subastas semanales se han reducido a entorno a los 75 mM, cifra significativamente por debajo del promedio del año (110 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 70 mM, ha descendido también por debajo del promedio del año (90 mM). La liquidez en este tipo de subastas se ha reducido considerablemente en el segundo y tercer 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)



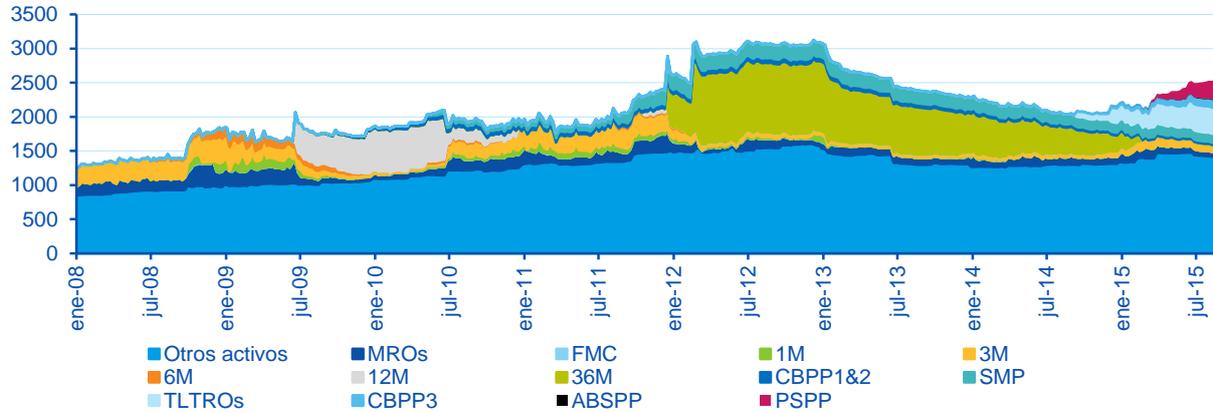
Fuente: BCE y BBVA Research

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

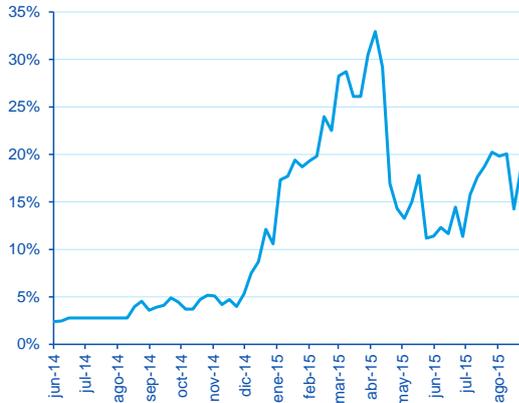
Impacto en los activos

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

Durante el mes de agosto, y especialmente en la segunda mitad del mes, los mercados, principalmente los emergentes, han registrado una fuerte volatilidad debido a las dudas sobre el crecimiento en China. Este comportamiento se magnificó debido a la proximidad de la posible subida de tipos de la Reserva Federal (Fed), después de más de 6 años en mínimos históricos, y a las fuertes caídas en los precios de las materias primas, y especialmente del petróleo. Estos factores favorecieron un incremento de la aversión al riesgo y un aumento de flujos hacia los activos seguros, lo que presionó moderadamente a la baja los tipos de interés de la deuda a nivel global. Los mercados emergentes han sido lo que más se han visto afectados, pero los mercados europeos también se vieron afectados por los posibles *spill-overs* de una desaceleración en los mercados emergentes. Respecto a los tipos de interés en Europa, en este contexto el bund se mantuvo en promedio en el mes de agosto en niveles entorno al 0,65%, registrando bastante volatilidad (0.8%-0.56%). Por su parte, los tipos de interés de la periferia europea, aumentaron, aunque no significativamente, durante la segunda parte del mes debido al incremento de la aversión al riesgo, dinámica que se ha suavizado en la última semana especialmente en Italia, y no tanto en España.

En este contexto, durante el mes de agosto, el número de bonos con rentabilidad negativas se ha mantenido estable en torno al 20%. No obstante, a diferencia de en los primeros meses de implementación del programa de compras de bonos, actualmente son solo los bonos de mayor calidad crediticia y, fundamentalmente, de los plazos más cortos lo que registran dichas rentabilidades negativas. Por lo que el BCE puede permanecer relativamente cómodo con el actual ritmo de ejecución del programa.

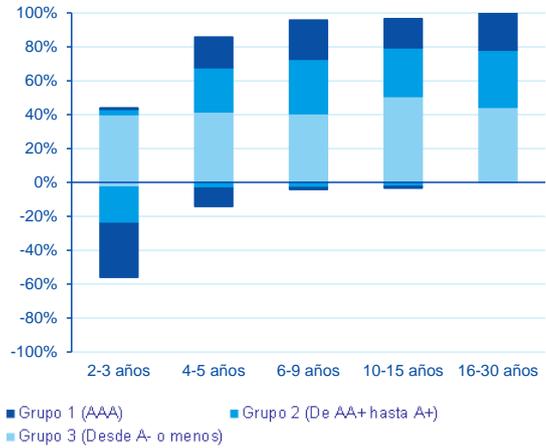
Gráfico 8
% de deuda soberana* (Eurozona) con tipos negativos sobre el total de deuda



*Elegible bajo el PSPP

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

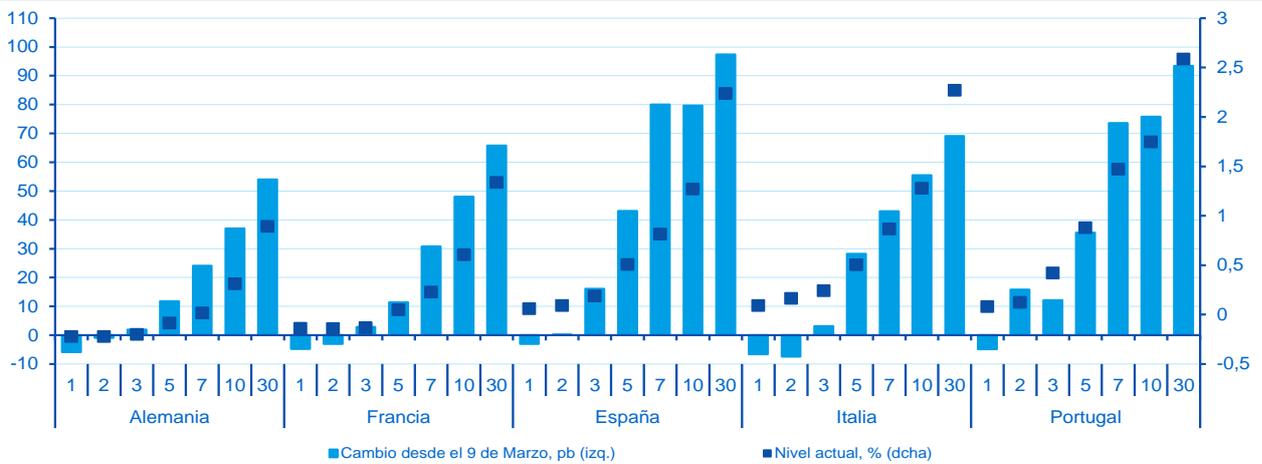
Gráfico 9
% de deuda soberana* (Eurozona) con tipos positivos/negativos, por rating país.



*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 (%)

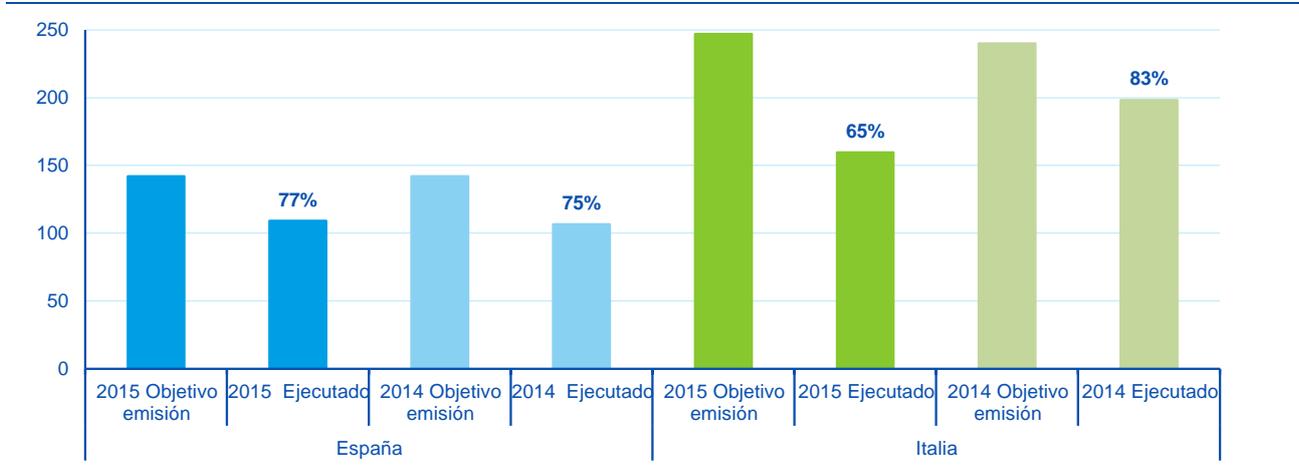
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

a.2) Emisión deuda soberana: El ritmo de emisión de deuda soberana se mantuvo positivo en agosto

España aceleró su ritmo de emisiones de bonos de Tesoro en agosto. El Tesoro realizó las dos subastas de bonos que tenía programadas para el mes de agosto. Esto contrasta con la dinámica de años anteriores, cuando el Tesoro optaba por cancelar una de las dos subastas previstas ante el bajo volumen de contratación que se registraba en agosto. En lo que llevamos de año el Tesoro ha emitido 109 mM de euros en bonos a medio y largo plazo, lo que supone el 77% de la emisiones brutas de bonos a medio y largo plazo previstas para 2015 (142mM de euros, que recientemente ha rebajado a 140mM de euros). Por lo tanto, a pesar de los nuevos episodios de riesgo en Grecia y la incertidumbre que prevía a los comicios electorales previstos para otoño, en 2015 la ejecución de las necesidades de financiación a largo plazo se sitúan por encima de la registrada en el mismo periodo de 2014 (75%). En general, el ritmo de ejecución de los objetivos de emisión es positivo en los periféricos. En el caso de Portugal, el Tesoro ya ha alcanzado el objetivo de emisión previsto para este año 14bn, mientras que en Irlanda el ratio de ejecución de las emisiones previstas se sitúa en 69%. Italia es la nota discordante; su ritmo de ejecución de emisiones continúa por debajo del registrado el año pasado (65% vs 83% en 2014) y por debajo de la media europea de ejecución 71%. En todo caso, el bajo grado de ejecución no obedece a una falta de demanda, si no que podría venir explicado por la estrategia de financiación optada por el Tesoro Italiano. En este sentido, Italia moderó su ritmo de emisiones en mayo, tras el fuerte repunte de las rentabilidades, a la espera de una moderación de los costes de financiación. Por lo tanto, cabe esperar que acelere su ritmo de emisión en los próximos meses. En conclusión, podemos decir que ni la crisis griega, ni el aumento de aversión al riesgo derivado de la incertidumbre sobre el grado desaceleración de la economía china han afectado significativamente a los programas de financiación de los Tesoros.

Gráfico 12

España e Italia: Emisiones brutas bonos soberanos a 09 de Septiembre (mM euros y % del objetivo de emisión brutal anual)



Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

Tanto España como Italia la vida media de las nuevas emisiones es superior a 2014. En términos acumulados, la vida media de la nueva deuda a medio y largo plazo emitida en 2015 se sitúa por encima de la de 2014 (ver gráfico) 9,0 años en España y 8,2 años en Italia y tan sólo ligeramente menor que la vida media de la deuda emitida hasta Julio 9,3 años en España y 8,3 años en Italia.

Gráfico 13

España e Italia: Vida media de las nuevas emisiones a 9 de Septiembre 2015



Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

b) Impacto en tipo de cambio

Durante agosto, el euro parece haber consolidado niveles por encima de 1,11 contra el dólar. Es más, ante episodio de aversión al riesgo mencionado, el euro se ha fortalecido, llegando a cotizar a niveles superiores de 1,16 contra el US dólar. Tampoco la nueva moderación en las expectativas de inflación ha curvado la tendencia mayor fortaleza del euro. Este comportamiento puede estar explicado por dos motivos: 1) un retraso en las expectativas de subida de la Fed por parte del mercado, toda vez que el ajuste de la economía china introduce incertidumbre sobre el escenario de crecimiento global; 2) el

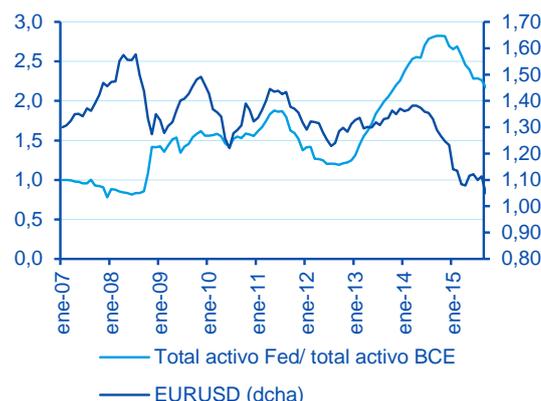
actual estatus actual moneda de *funding* hace que ante episodios de tensión se aceleren los flujos hacia euro, o se cierren las posiciones largas en divisas de inversión, mientras que un descenso de la aversión al riesgo propicia que lo inversores se financien en euros a tipos bajos e invierta en monedas con mayor retorno, lo que deprecia al euro.

Gráfico 14
EURUSD



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15
EURUSD y políticas monetarias (Fed/BCE)

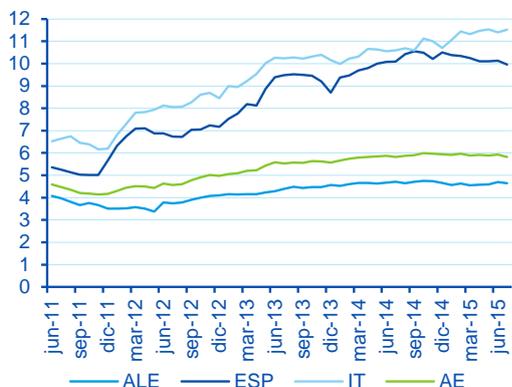


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

c) Tenencias de bonos soberanos por parte de entidades financieras

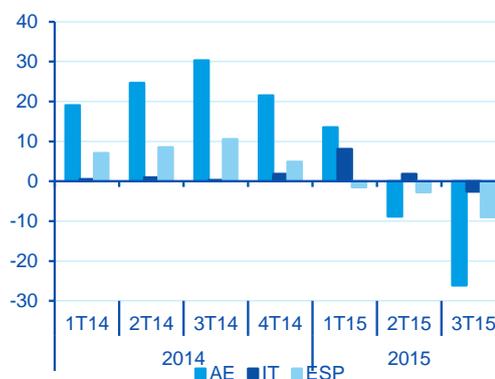
En julio, de acuerdo con los datos publicados por el BCE las entidades financieras del área euro, con la excepción de Portugal, continuaron deshaciéndose de bonos soberanos. Así, para el conjunto de la zona euro, las entidades financieras redujeron sus tenencias de bonos soberanos en 26,1 mM de euros, casi el doble que el pasado mes, cuando redujeron sus tenencias en 14,1 mM de euros. El descenso en julio ha venido principalmente por la por parte de entidades españolas que redujeron sus tenencias en 9 mM de euros, seguidas por entidades francesas e italianas. Las entidades francesas redujeron sus tenencias en 7,1 mM de euros, mientras que las italianas redujeron sus tenencias de bonos en 2,6 mM.

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) *3T15 (datos julio)



Fuente: BCE y BBVA Research

El ajuste de la cartera de deuda soberana por parte de las entidades españolas podría continuar en los próximos meses, dado que la oferta de papel español se debería contraer en lo que resta de año, salvo que el Tesoro avance a 2015 la financiación de las emisiones programadas para 2016 (como ya ha hecho en los dos últimos años). En línea con el objetivo de emisión bruta de España en 2015 (140 mM de euros), en lo que queda de año las emisiones brutas de deuda a medio y largo plazo ascenderían a 31 mM de euros. Por otro lado, los vencimientos de deuda pendientes ascienden a 14,5 MM de euros, lo implica que la emisión neta será de 16,5 mM. Si el BCE mantiene su ritmo de compras inalterado, la entidad monetaria tendría que adquirir 22 mM de deuda española, por lo que se reduciría ligeramente la oferta de papel español en el mercado en lo que queda de año.

¿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.

Los datos más recientes de actividad apuntan a que la recuperación avanza a un ritmo relativamente sólido y estable, a pesar de la moderación de la demanda global y el aumento de la incertidumbre sobre el desempeño de las economías emergentes en los próximos trimestres, asociadas a las dudas sobre la economía china, las decisiones de política monetaria – principalmente la Fed – y los menores precios de las materias primas. En concreto, la fuerte caída de los precios del petróleo está determinando la baja tasa de inflación, que podría incluso ser ligeramente negativa en los próximos meses, aunque la inflación subyacente ha aumentado algo recientemente apoyada en la recuperación de la demanda interna y la depreciación del euro.

Los datos de Contabilidad Nacional mostraron que el PIB en el conjunto de la zona euro creció un 0,4% t/t en 2T15 tras el 0,5% registrado en 1T15, una décima más en ambos trimestres de lo publicado inicialmente, apoyado en la solidez del consumo privado y cierta recuperación de las exportaciones, mientras que se moderó el ritmo de avance de las importaciones. Esto último puede estar asociado al peor desempeño de la inversión, que se contrajo ligeramente y alimenta las dudas de que la recuperación gane tracción en lo que queda de año. Los pocos datos disponibles para el tercer trimestre (de encuestas de confianza) muestran una relativa estabilidad en los últimos tres meses o incluso algo de mejora, con un mejor comportamiento de las expectativas en servicios, en parte relacionada con la fortaleza de los fundamentales domésticos, que han compensado un ligero deterioro de la confianza en el sector industrial, aunque de momento no parece que las dudas sobre China y las economías emergentes estén pesando mucho sobre las expectativas de producción en los próximos trimestres. Con esta información, el MICA-BBVA estima que el crecimiento del PIB de la zona euro se situaría alrededor del 0,4% t/t para 3T15.

A pesar de esta relativa estabilidad, la semana pasada el BCE revisó las previsiones de crecimiento para el conjunto de la zona euro a la baja en 0,1pp en 2015 y 0,2pp tanto en 2016 como en 2017 hasta el 1,4%, 1,7% y 1,8%, respectivamente. Dicha revisión en parte venía justificada por un crecimiento algo menor de lo que habían previsto en junio (con un efecto arrastre de alrededor de 0,1pp, según nuestros cálculos) y una menor demanda global (que restaría otra décima de crecimiento en los próximos dos años). Dado que la revisión de Contabilidad Nacional muestra un crecimiento algo mayor de lo publicado inicialmente en 1S15, y en línea con nuestras previsiones, continuamos esperando un crecimiento del 1,5% para el conjunto de 2015, si bien ahora la recuperación podría estabilizarse en los niveles actuales de un 0,4% t/t frente a nuestra previsión inicial de aceleración en el segundo semestre, y también incrementa los riesgos a la baja sobre nuestra previsión de crecimiento del 1,9% en 2016.

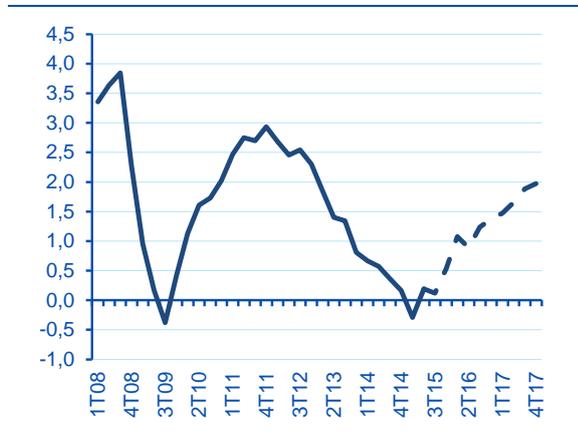
Respecto a los precios, tanto la inflación general como la subyacente se mantuvieron estables en el 0,2% a/a y 0,9% a/a en agosto, ya que el mayor descenso de los precios de los productos energéticos – ligado a

la caída de los precios del petróleo – se compensó con un aumento de los precios de los alimentos y los bienes industriales no energéticos. A pesar de que, en general, la inflación hasta agosto se ha comportado en línea con lo esperado – compensándose algunas sorpresas por componentes -, ahora esperamos que los precios del petróleo se sitúen en torno a 50 dólares el barril a finales de 2015, 60 en 2016 y 67 en 2017 (algo más de un 12% más bajos que hace tres meses), por lo que no se puede descartar en los próximos dos meses la inflación pueda ser ligeramente negativa y, además, ahora esperamos un menor aumento de la inflación por efecto base de los precios energéticos a finales de año (tras la fuerte caída que registraron en 4T14). Por tanto, revisamos a la baja en alrededor de 0,2pp nuestras previsiones de inflación tanto para 2015 como para 2016 hasta el 0,1% y el 1,1%, respectivamente, y otra décima la de 2017 hasta el 1,7%, prácticamente iguales a las presentadas por el BCE la semana pasada (si bien su revisión ha sido mayor para el año que viene, desde el 1,5% que tenían en junio). A pesar de esta revisión a la baja, que responde básicamente al ajuste de los nuevos precios del petróleo, tanto nosotros como el BCE continuamos esperando que la inflación retorne hacia al objetivo en los próximos dos años.

Respecto a las expectativas de inflación descontadas por el mercado, medidas como el swap de inflación 5y5y, han estado especialmente volátiles en el mes de agosto, presionadas por la nueva incertidumbre que rodea a los precios de las materias primas. No obstante, actualmente se sitúan en torno a 1,7%.

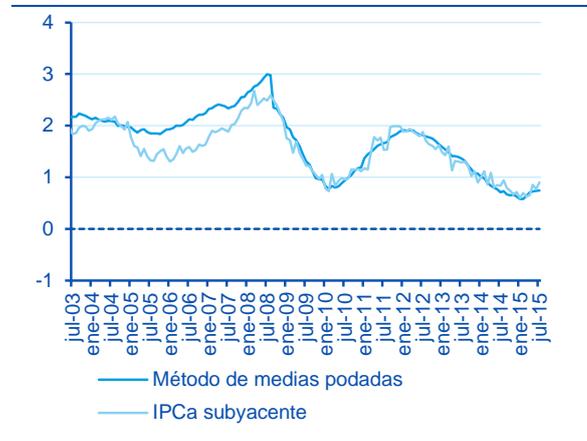
Por otro lado, las condiciones financieras en los dos últimos meses, y, especialmente en el último mes, se han endurecido. El aumento del precio de las materias primas, y particularmente del petróleo, un euro más fuerte, así como unos tipos de interés reales mayores, han aumentado los riesgos para alcanzar una senda sostenible de inflación hacia el 2%.

Gráfico 18
Previsión de inflación (% a/a)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 19
Inflación subyacente (% a/a)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 20

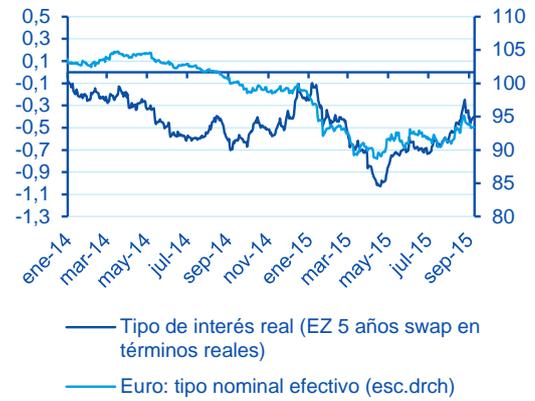
Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 21

Tensionamiento condiciones financieras



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Conclusión: valorado en conjunto su conjunto, esto es, los seis primeros meses de implementación el programa del BCE va en línea con lo previsto, aunque puntualmente en agosto no se alcanzó el objetivo mensual. En la reunión de política monetaria de septiembre, ante un clima de mayor incertidumbre a nivel global, el BCE ha intensificado su mensaje de firme compromiso con el actual programa. Así, el BCE volvió a insistir en su intención de llevar a cabo el programa de compra de activos hasta finales de septiembre de 2016, o incluso más allá si fuese necesario; y subrayó la posibilidad de realizar ajustes en el programa si fuera necesario. Aunque la incertidumbre es elevada y los riesgos permanecen a la baja, siempre y cuando se establezca el crecimiento en China y en los principales mercados emergentes (nuestro escenario central), así como en los mercados financieros, consideramos que el escenario más probable es que el BCE se mantenga a la espera, no modificando por tanto, el programa actual de compras.

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.