

Las claves del QE: el BCE ahonda en las medidas no convencionales

El deterioro cíclico del conjunto del área euro ha llevado al Banco Central Europeo a profundizar en las medidas de política monetaria no convencional. La senda marcada por bancos centrales más agresivos como el Banco de Japón o la Reserva Federal de EEUU ha sido seguida por el BCE, que implementa un programa agresivo de *Quantitative Easing* en el que adquirirá instrumentos de deuda pública. Los principales objetivos del organismo son reactivar la economía del área euro y tratar de anclar las expectativas de inflación en un rango cercano a su mandato principal, un 2%. La importancia de que la medida tenga éxito es capital.

Juan Navarro

Durante el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) celebrado el 22 de enero, el BCE dio un paso más en su continua flexibilización de las condiciones monetarias. Tras haber profundizado en las medidas de política monetaria no convencionales con herramientas como situar los tipos de depósito por debajo del 0% así como con la compra de algunos instrumentos financieros (*Asset Based Securities* – ABS y *covered bonds* – CB), el organismo toma nuevas decisiones que ya estaban siendo descontadas, en parte, por el mercado desde hacía varias semanas.

Dos anuncios fueron clave tras la reunión: (i) *Quantitative Easing* (QE) soberano y (ii) eliminación del diferencial de diez puntos básicos que el BCE aplica a las TLTRO (operaciones de financiación a largo plazo para los bancos condicionadas a la nueva concesión de crédito) a partir de la próxima subasta de liquidez de este tipo (marzo), y que supone que las entidades se financiarán en estas operaciones al mismo tipo de interés que en las operaciones semanales de financiación.

ACTIVOS ELEGIBLES

Draghi anunció un programa de compra de deuda pública que incluirá también las adquisiciones de ABS y CB que viene realizando el BCE y que seguirá realizando. En el programa actual, incluirá compras



en el mercado secundario de títulos de deuda pública emitidos por gobiernos, agencias nacionales (como el ICO) e instituciones europeas.

Los países dentro de un programa del FMI y la UE (como Grecia) estarán sujetos a criterios adicionales. Según ha mencionado el propio Draghi, el BCE ya tiene a través del SMP (programa de compras que puso en marcha el BCE para paliar el estrés financiero de los países periféricos) una parte superior al 30% de los bonos griegos, por lo que no comprará bonos de este país en los primeros meses de vigencia del QE. El programa comenzará en marzo.

TAMAÑO Y RITMO

Las compras se harán a un ritmo de 60.000 millones de euros al mes hasta septiembre de 2016 y, en cual-

COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO
 UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO
 UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



quier caso, se acometerán hasta que el Consejo de Gobierno observe una mejora de las expectativas de inflación compatible con el objetivo de la estabilidad de precios.

Teniendo en cuenta que las compras de ABS y CB suponen 10.000 millones al mes, esto supone en total 950.000 millones en compras de deuda pública hasta septiembre de 2016. Un 12%, es decir, 114.000 millones, será deuda de entidades europeas.

Así pues, el programa no se terminará en un momento predeterminado: se desprende de la redacción que el criterio principal será la senda de la inflación, independientemente de la fecha en la que se consiga.

DISTRIBUCIÓN DEL RIESGO ENTRE BANCOS CENTRALES

Se compartirá el riesgo (asunción de pérdidas) del 20% del programa entre los bancos centrales. Dentro de este 20%, un 8% lo tendrá el propio BCE en el balance.

Además, un requisito adicional en este aspecto es que el 12% de las compras sean de instituciones europeas.

En general, se ha tratado de limitar la importancia de compartir o no riesgos. No consideramos que esto sea una parte fundamental del programa: como se mencionó en la rueda de prensa, ese mecanismo se ha alterado alguna vez en el pasado, sin por ello afectar al funcionamiento de la política monetaria común.

Además, un volumen significativo del balance del BCE está formado por colateral periférico para el que la compartición de riesgos es plena. También hay compartición en el caso de que un país sometido a estrés financiero acceda a las compras masivas de deuda pública del BCE (OMT), el programa de compras dirigido a reducir la fragmentación financiera. Por último, cuesta ver como en un entorno tan estrechado como el que se formaría con la posibilidad de asistir a un impago soberano, los bancos centrales del norte de Europa se puedan escudar en la fijación

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	Febrero	2015
RV Materias Primas	6,7	9,1
Materias primas	5,4	5,7
RV Europa	3,8	2,5
RV Euro	3,1	2,3
RV Emergentes MENA	2,8	-1,9
RV Sectores Defensivos	2,7	1,3
RV Sectores Crecimiento	2,4	4,3
RV Internacional	2,0	0,2
RV EEUU	1,7	0,0
RV Emergentes Asia y Oceanía	1,6	-2,0
RV Emergentes Europa del Este	1,5	-7,1
RV Mixta Euro	1,4	1,3
RF Convertibles	1,4	1,4
RV España	1,3	2,3
RV Mixta Internacional	1,1	0,4
Gestión Global	1,0	0,8
RV Emergentes Global	0,8	-4,7
RF Mixta Euro	0,7	1,1
Garantizado parcial	0,5	0,2
RF Mixta Internacional	0,5	0,7
Garantizado rendimiento variable	0,5	0,7
RF Largo Euro	0,4	1,7
RF High Yields	0,4	1,2
RF Emergentes Corporate	0,3	0,7
Retorno Absoluto Conservador	0,3	0,3
RF Emergentes	0,3	-0,8
RF Corto Euro	0,3	1,0
Garantizado rendimiento fijo	0,2	0,9
Gestión Alternativa	0,1	0,1
Fondos de Inversión Libre	0,1	-0,9
Monetarios Euro	0,0	0,1
FI Inmobiliaria	0,0	0,0
RF Internacional	-0,2	1,1
Monetarios Internacional	-0,3	0,6
RV Japón	-0,8	-4,0
RV Emergentes Latinoamérica	-1,0	-9,4
RF Largo Plazo USD	-1,4	0,9
RF Corto Plazo USD	-1,4	0,2
Monetarios USD	-1,6	-0,5

Fuente: Afi.

de límites de riesgo normativos (regla del 20%) para eludir pérdidas.

NECESIDAD DE ACOMPAÑAMIENTO CON OTRAS MEDIDAS

El BCE ha reafirmado su compromiso con la consolidación de las expectativas de inflación a medio y largo plazo como puso de manifiesto la reacción de las variables financieras. Ahora bien, para que esta reacción tenga continuidad durante los próximos meses, no solo es necesaria una política monetaria acomodaticia, sino también políticas

COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO
UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO
UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: reduce costes, tiempos y espacios de trabajo, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en los dos gestores más comunes y necesarios de su negocio: COBROS y PAGOS.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Banco

PAGOS
- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



fiscales compatibles con el crecimiento de la demanda interna y unas reformas estructurales que permitan crecer a la economía a su máximo potencial.

Basado en lo anterior, los escenarios que se abren tras el QE soberano del BCE son, básicamente, dos. El primero, uno benigno marcado por una implementación exitosa del *Draghinomics*. En él, los tipos de interés de los emisores soberanos núcleo deberían repuntar, fundamentalmente por la expectativa de recuperación de la inflación *breakeven* de inflación. En el caso de las curvas periféricas, el repunte de la TIR nominal podría ser ligeramente menor (reducción de diferenciales frente al núcleo) derivado de un incremento menos intenso de los BEI y una reducción o estabilización del componente de TIR real.

El euro seguiría depreciándose a nivel global y muy particularmente frente al dólar. Los índices bursátiles del euro deberían mantener su senda ascendente apoyándose en sectores cíclicos. Este es nuestro escenario base, si bien pueden surgir dudas sobre la voluntad del frente institucional para abordar las reformas necesarias en un contexto de expansión monetaria, especialmente en un año electoral en numerosos países del área euro.

El escenario alternativo estaría definido precisamente por la falta de avances relevantes en el plano de las reformas estructurales y, sobre todo, en el plano fiscal. La política monetaria por sí sola sería insuficiente para apuntalar las expectativas de crecimiento económico, algo que finalmente terminaría impactando negativamente en la cotización de los activos de riesgo.

En este caso, esperaríamos que la bonanza en mercados fuera perdiendo fuerza en la medida en la que los agentes tomaran consciencia de que las medidas sobre la mesa son insuficientes. La ampliación de diferenciales soberanos, derivada de la cesión de tipos núcleo y el repunte de los de la periferia, ade-

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	28-feb-15	31-ene-15	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	40	35	17	23
RV EEUU	6	6	6	0
RV Emer. Asia	0	0	1	-1
RV Emerg. Latam	0	0	1	-1
RV Europa Este	0	0	1	-1
RV Japón	14	14	4	10
Renta variable	60	55	30	30
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	0	2	0	0
Gestión alternativa	0	2	7	-7
RF Convertibles	7	7	0	7
RF High Yield	9	9	2	7
RF Emergente	5	5	0	5
RF IG CP	0	0	8	-8
RF IG LP	0	0	0	0
RF Largo EUR	11	9	15	-4
RF Corto EUR	0	0	33	-33
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	32	30	58	-26
Monetarios USD	5	7	0	5
Monetarios GBP	0	3	0	0
Liquidez	3	3	5	-2
Mdo. Monetario	8	13	5	3

Fuente: Afi.

más de correcciones en el mercado bursátil, serían sus principales manifestaciones en términos de mercado.

MERCADOS FINANCIEROS

Nuestro posicionamiento de febrero ha sido acertado. Nuestras principales recomendaciones sobre bolsa europea, deuda pública periférica a largo plazo y renta fija *high yield* han sido algunas de las categorías más beneficiadas del contexto actual de mercados. Mantenemos esa misma orientación para marzo. Subimos el peso de la bolsa europea y reducimos la infra ponderación de la deuda pública periférica frente a nuestra referencia (11% frente a 15%). Dado que nos acercamos a nuestros objetivos a corto y medio plazo para los cruces de divisas dólar / euro y libra esterlina / euro, optamos por limitar el peso de los monetarios en esas divisas. También reducimos el peso de la gestión alternativa ya que, en línea con lo que hemos comentado en meses anteriores, la direccionalidad del mercado resta atractivo a este tipo de estrategias ::

COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO
UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO
UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente

