

## BANCOS CENTRALES

# Monitorizando la expansión de balance del BCE

Escenarios Financieros / Unidad de Europa

- El programa de compra de activos (públicos y privados) va de acuerdo con el objetivo mensual de 60 mM euros marcado y está claramente sesgado a la compra de bonos públicos (78%).
- El impacto en los mercados financieros ha sido, inicialmente, mayor al previsto. No sólo en las curvas de deuda y en el tipo de cambio, sino en los efectos que ha generado a nivel global.
- La contundencia con la que se lanzó el programa, así como el firme compromiso que el BCE ha reiterado posteriormente, son claves para lograr los efectos deseados. El reciente tensionamiento de las condiciones financieras, vía tanto aumento de tipos de interés como apreciación del euro, son una señal de lo prematuro y arriesgado que sería alterar esta comunicación.

## Medidas de expansión monetaria del BCE

**a) Programa de compra de activos:** El programa de compra de activos (públicos y privados) va de acuerdo con el objetivo marcado, 60 mM euros mensuales.

El pasado mes de enero el BCE anunció un ambicioso plan de compra de activos de 60 mM de euros al mes, que incluye activos privados y públicos, al menos hasta septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que la inflación vuelva a una senda adecuada.

El programa viene a complementar otros programas previos (TLTRO y compras de activos privados: *Asset Backed Securities* y *Covered Bonds*) que han resultado ser insuficientes para lograr una expansión significativa del balance, esto es, una suficiente relajación monetaria.

En los dos primeros meses del programa (marzo y abril), el BCE adquirió 95,1 mM de euros de bonos públicos (*Public Sector Purchase Programme* (PSPP), por sus siglas en inglés), 24 mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y 2,3 mM a través del programa de compras de bonos de titulación de activos (ABSPP, en sus siglas en inglés), logrando así los 60 mM de euros. Por tanto, el BCE va 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

El BCE compró bonos de organismos supranacionales y agencias por importe de 11.4 mM de euros, esto supone el 12% de las compras totales de bonos, con lo cual el BCE ha apurado el máximo establecido en las condiciones iniciales del programa.

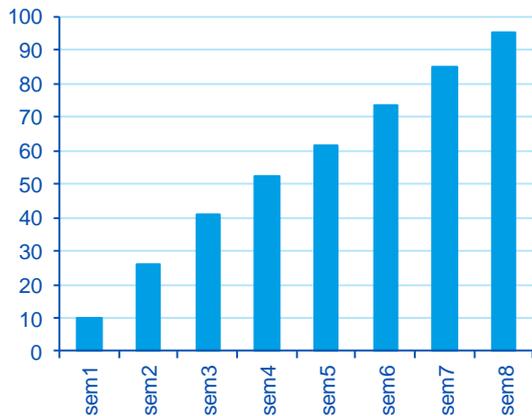
Respecto a las compras de bonos soberanos, en los dos primeros meses se han adquirido unos 83,6 mM, (41,6 mM en marzo y 42 mM en abril) con una distribución por país prácticamente en línea con la clave de capital del BCE, considerando un pequeño ajuste por la no compra de bonos de Grecia, Chipre y Estonia<sup>1</sup>.

1: No se compraron bonos griegos para no exceder los límites establecidos por el BCE (que solo puede adquirir bonos hasta el 25% de cualquier emisión de bonos y hasta el 33% de la deuda de un solo emisor). En Chipre no se han adquirido bonos porque la quinta revisión del programa de ayuda todavía no está completada, y en Estonia no se han comprado porque no tienen bonos en circulación.

En particular, las compras que “corresponderían” a estos países se han distribuido entre todos los países restantes excepto, Lituania, Letonia y Malta.

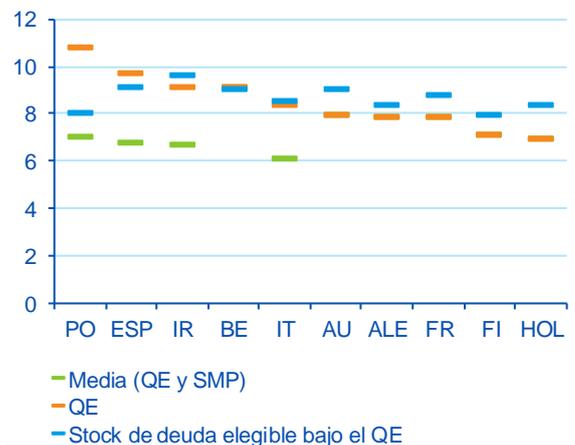
Respecto al vencimiento de la deuda adquirida en los dos primeros meses, el vencimiento promedio de las compras fue de 8,25 años, ligeramente inferior a la media de los bonos de la zona euro elegibles bajo el QE (9,1 años). Por países destacaron los vencimientos más altos en las compras de bonos soberanos en países periféricos como por ejemplo en Portugal (10,7 años) y en España (9,73 años) con valores más elevados en comparación con los vencimientos de su deuda elegible (9,1 años en España y 8 años en Portugal). 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.

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 vs vencimiento deuda elegible (años)**



Fuente: BCE y BBVA Research

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

El programa de compra de activos privados, que comprende bonos garantizados (CBPP3) y bonos de titulización de activos (ABSPP), se inició en octubre y noviembre de 2014, respectivamente y tienen una duración prevista de al menos dos años<sup>2</sup>. Desde su inicio, las expectativas sobre el monto de compras bajo ambos programas fueron bajas, básicamente por las limitaciones de oferta que había. Desde el inicio de la crisis financiera las emisiones por parte de entidades financieras se redujeron sustancialmente, y particularmente las de ABS, que prácticamente dejaron de existir. Escasos meses después, una vez confirmadas estas bajas expectativas, el BCE se vio empujado a extender el programa a bonos públicos.

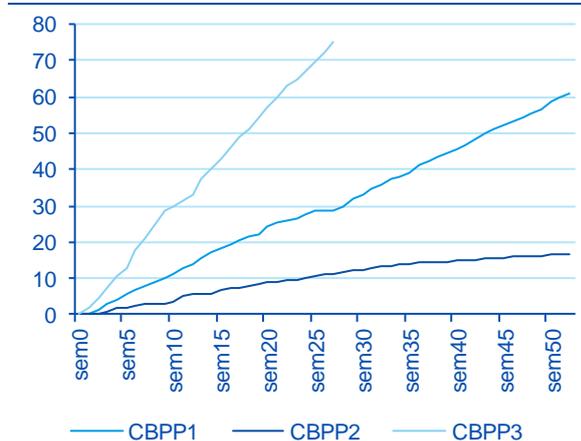
El BCE está comprando unos 13mM de euros mensuales, principalmente a través del CBPP3 (más del 90%). En abril las compras bajo el CBPP3 ascendieron a 11,5mM mientras que las compras bajo el ABSPP ascendieron a 1,2mM. En lo que va de programa se han adquirido 75.1mM en bonos garantizados y 5,8mM en bonos de titulización de activos. Según el diseño de estos programas (ABSPP<sup>3</sup> y CBPP3) el BCE puede

2: Con anterioridad el BCE había llevado a cabo dos programas de compra de bonos garantizados de menor impacto, CBPP y CBPP2, cuya duración fue de un año aproximadamente y que finalizaron cuando se alcanzó la cantidad de 60mM y 16.4mM, respectivamente.

3: El BCE no proporciona desglose de compras en el mercado primario y secundario para el programa ABS. Sin embargo, dado que los mercados Europeos de ABS se cerraron en Octubre de 2008 y se han abierto solo recientemente, la mayor parte de las compras de bonos de titulización bajo este programa se han llevado a cabo en el mercado secundario.

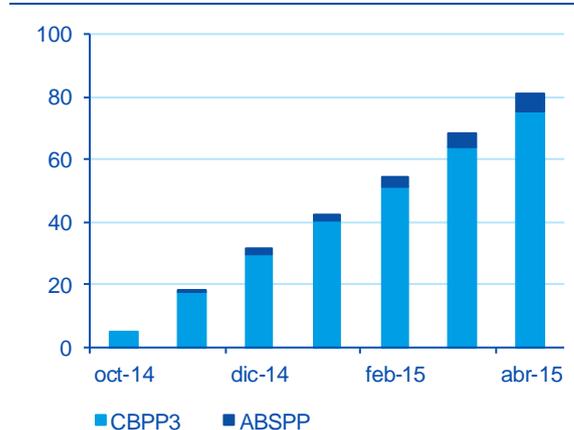
llevar a cabo las compras tanto en el mercado primario como en el secundario. Bajo el CBPP3 las compras se han realizado mayoritariamente en mercado secundario (81%).

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)**

Dentro del paquete de medidas de expansión monetaria que el BCE ha puesto en marcha en el último año, se encuentran las (ocho) operaciones de liquidez a 4 años condicionadas a la evolución del crédito al sector privado -excluyendo el destinado a la adquisición de viviendas- (TLTROs por sus siglas en inglés). Las expectativas iniciales del BCE en relación a la demanda de liquidez por parte del sistema bancario eran muy elevadas, hasta 1.000 mM acumulados en las ocho subastas trimestrales previstas entre septiembre de 2014 y junio de 2016. Sin embargo, la demanda conjunta de liquidez en las dos primeras subastas (212 mM euros, frente a un máximo de 400 mM euros)<sup>4</sup> estuvo por debajo de lo previsto y además estuvo desigualmente distribuida entre jurisdicciones, muy sesgada hacia los periféricos. De ahí que el BCE rebajara sus expectativas sobre la potencia de esta medida para expandir el balance y, en consecuencia, lanzara primero el programa de compra de activos privados y, posteriormente, lo ampliara a activos públicos.

En la tercera TLTRO<sup>5</sup> celebrada el pasado 19 de marzo, se solicitaron 97,8 mM de euros, lo que supone un 33% del potencial máximo que se podía solicitar según nuestras estimaciones. Este monto es sustancialmente superior a la que estimaban los analistas (en promedio unos 40 mM). Todavía no hay información oficial de la toma de liquidez por países, pero de acuerdo con varias fuentes, se estima que entre los sistemas financieros español e italiano (las entidades italianas habrían solicitado en torno a 35 mM) habrían tomado cerca del 75% de la liquidez total de esta tercera subasta. La monitorización de estas subastas es importante como potencial señal de reactivación del crédito a la economía real.

4: Cabe recordar que el take-up en las dos primeras TLTROs estaba condicionado a la provisión de nuevo crédito para el sector privado (a empresas y familias, pero quedan excluidas las hipotecas residenciales) con una asignación inicial igual al 7% del stock de esos créditos. En las dos primeras subastas se solicitaron solamente un 54% (EUR 212,4 mM) del máximo que se podía solicitar (EUR 400 mM). En las siguientes TLTROs (quedan 5 más), las entidades pueden obtener importes adicionales dependiendo de que cómo ha evolucionado el préstamo desde mayo 2014 a la fecha de referencia de la operación vs. la evolución del crédito en el periodo de mayo 2013 a abril 2014 (benchmark). En estas operaciones las entidades podrán solicitar hasta 3 veces esa diferencia.

5: En esta subasta, ya se aplicó el tipo vigente en las MROs, sin diferencial adicional, pues el BCE en la reunión de enero, redujo el tipo de interés de las seis TLTRO todavía pendientes de ejecución, lo que supone la retirada del diferencial de 10 puntos básicos (pb) sobre el tipo de interés de las MRO aplicado en las dos primeras TLTRO.

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

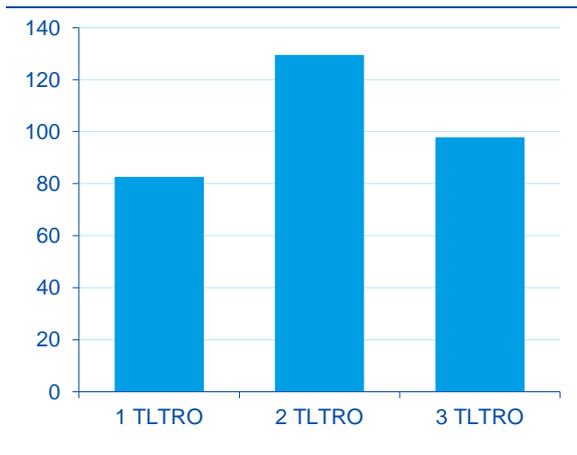
	Sep14	Oct14	Nov14	Dic14	Ene15	Feb15	Mar15	Abr15
TLTRO	82,6			130,0			97,8	
CBPP3		4,8	13,0	11,8	10,6	11,0	12,4	11,5
ABSPP		0,0	0,4	1,0	0,6	1,1	1,2	1,2
PSPP							47,4	47,7

Fuente: BCE y BBVA Research

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

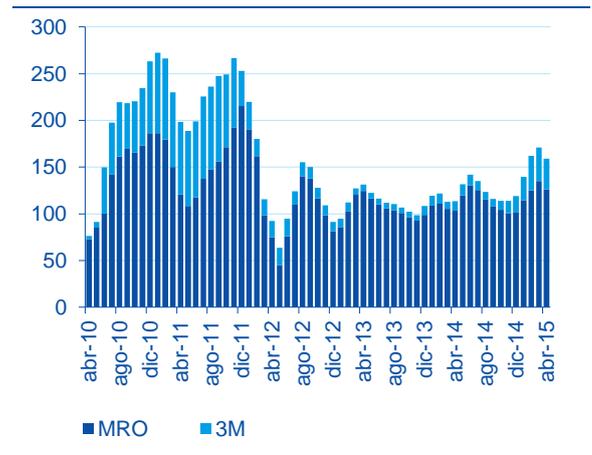
En lo que va de año, la liquidez adjudicada en las subastas semanales (MROs) y mensuales (3M LTROs) ha estado, en promedio, ligeramente por encima de los 150 mM (frente a un promedio de 120 mM de euros en 2014). Este aumento respecto a 2014, se debe principalmente a que en enero y en febrero vencieron las LTROs a 3 años, y las entidades han reemplazado parte de la liquidez que estaba en estas operaciones a estas operaciones regulares.

Gráfico 5  
**TLTROs (mM de euros)**



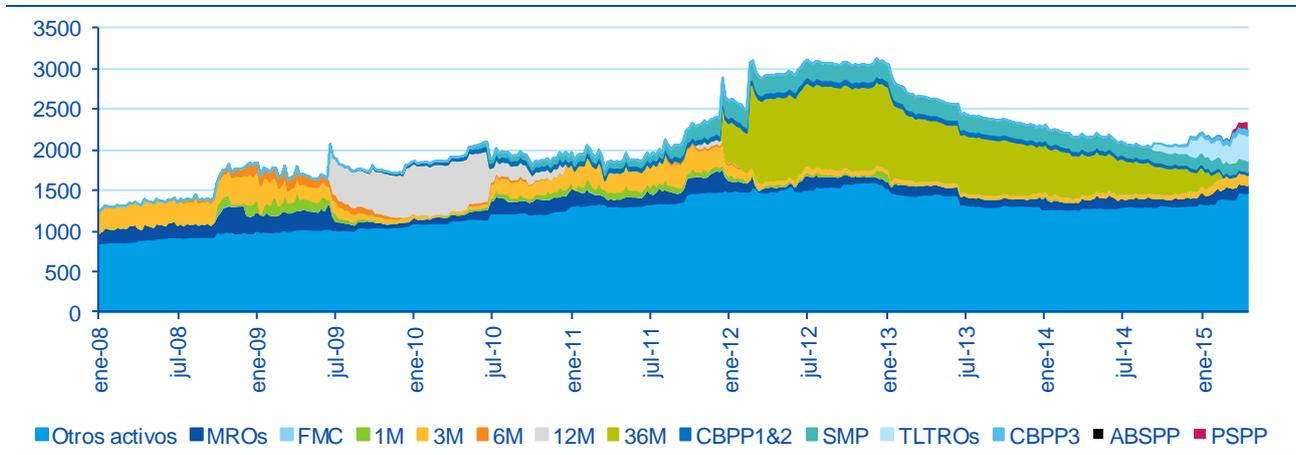
Fuente: BCE y BBVA Research

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

Estas medidas de política monetaria ultraexpansivas, al adoptarse en un entorno donde los tipos de interés ya estaban muy bajos, han dado lugar a una situación inusual: la aparición y extensión de tipos de interés negativos a diferentes segmentos de mercado, desde mercados monetarios hasta la curva de deuda soberana, así como geografías. Concretamente, cerca de un tercio de la deuda europea ha llegado a cotizar a tipos negativos.

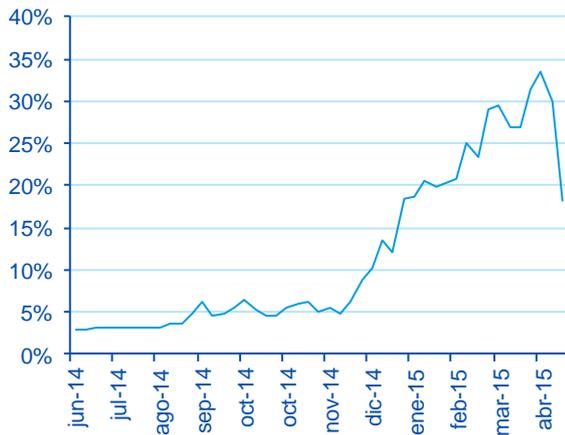
Tras el inicio del programa de compras del BCE y a pesar de que las expectativas de ese programa ya generaron una reducción de los tipos de interés, la presión a la baja sobre los tipos de interés continuó de forma significativa, tanto por países como por los distintitos tramos de la curva. El programa de compras del BCE ha incentivado, como era de esperar, una mayor toma de riesgo y aumento de la duración de las carteras de los inversores. Así, los tipos de interés descendieron más fuertemente en los tramos largos de la curva de deuda y las pendientes de las curvas de deuda (2-10 años) se aplanaron de forma significativa. A favor de este aplanamiento ha jugado también el diseño del programa de compra de bonos del BCE, que implica compras de bonos con vencimientos hasta 30 años.

Menos previsible fue la fuerte caída de los tipos de interés de la deuda de los países *core*, por ejemplo de Alemania, tras el inicio del programa. Uno de los factores que ayudan a explicar esta caída de los tipos de interés es la escasez de oferta frente a una creciente demanda de estos títulos (escasos) por parte de algunos inversores para satisfacer requerimientos regulatorios (inversores institucionales y crecientemente los bancos). No obstante, en la última semana se ha producido un repunte muy agresivo de los tipos de interés en todos los países (algo mayor en los periféricos), y particularmente, en los tramos más largos de la curva. De hecho, tras este brusco movimiento los tipos de interés largos se sitúan por encima de los niveles previos al anuncio del programa, más revirtiendo la caída de los últimos tres meses. Como resultado, el porcentaje de deuda europea cotizando a tipos negativos se ha reducido significativamente, actualmente por debajo del 20%.

Igualmente, ha sorprendido el efecto indirecto que ha tenido el programa del BCE en los mercados internacionales. La reducción inicial de los tipos de interés europeos ha arrastrado a los tipos de interés en

otras jurisdicciones, incluido Estados Unidos donde los tipos de interés a 10 años se mantuvieron anclados por debajo del 2%. Además, desde el inicio de año, varios países nórdicos han puesto en marcha diversas medidas de flexibilización monetaria y algunos países emergentes (con margen para acomodar las condiciones monetarias) han recortado los tipos de interés.

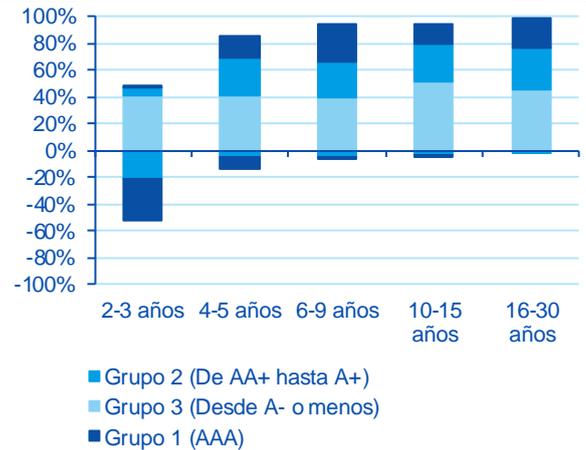
Gráfico 8  
**% de deuda soberana\* (Eurozona) con tipos negativos sobre el total de deuda**



\*Elegible bajo el PSPP

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

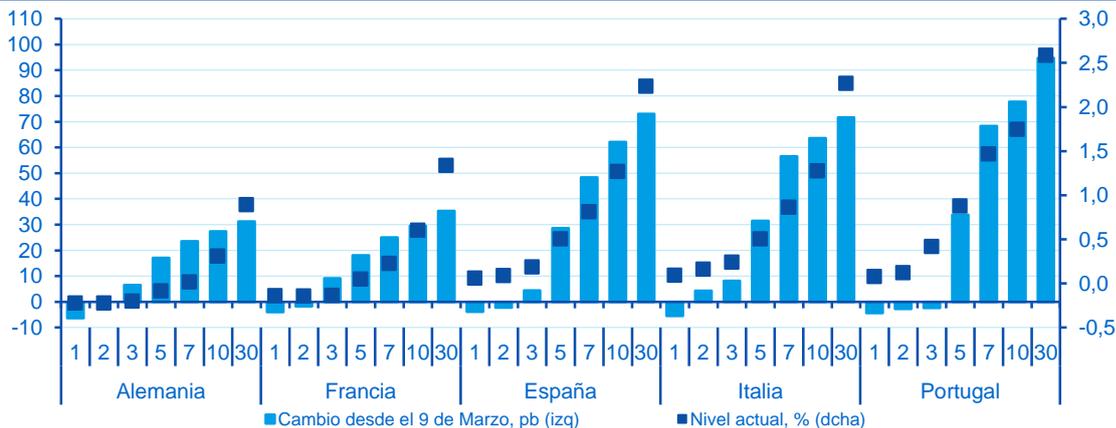
Gráfico 9  
**% de deuda soberana\* (Eurozona) con tipos positivos/negativos, por rating país.**



\*Elegible bajo el PSPP

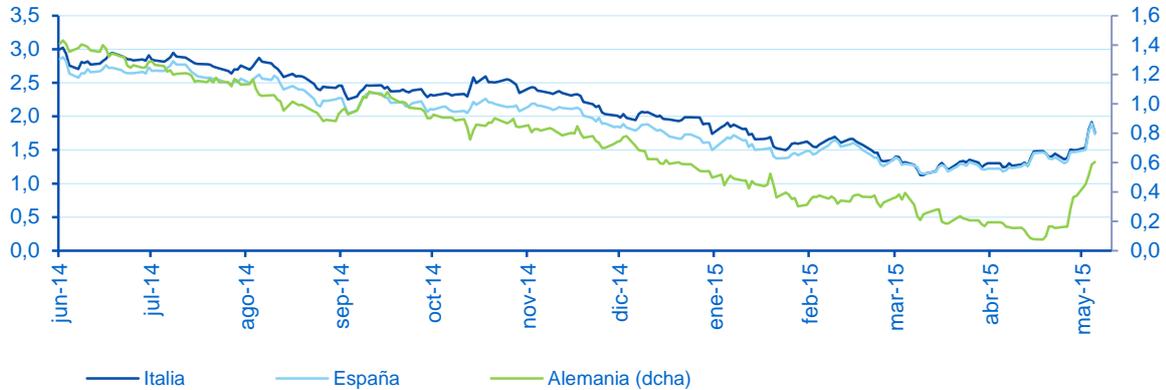
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 11  
Rendimiento de los bonos a 10 años (%)



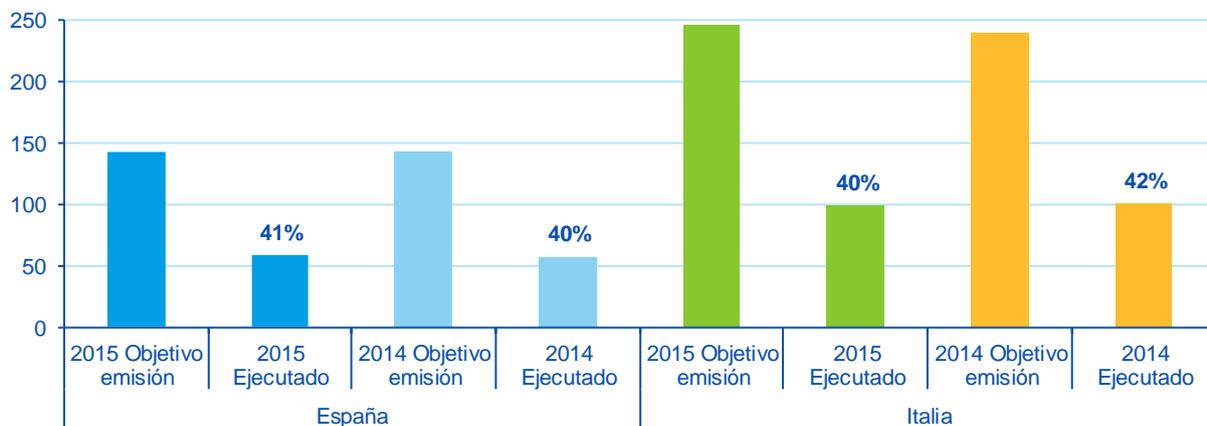
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

### Emisión deuda soberana: los periféricos mantienen un ritmo alto de emisión

En términos agregados, el programa de compra de bonos soberanos no parece haber alterado de forma significativa la ejecución de la financiación de los estados miembros de la eurozona. En lo que llevamos de año, los gobiernos han realizado un total de misiones brutas de bonos a medio y largo plazo de 305 mM euros, lo que representa los 33% del total de emisiones brutas de bonos proyectadas para 2015, frente al 40-45% del mismo periodo del año anterior. No obstante, sí que ha permitido mantener un ritmo de emisiones alto a los países periféricos, en línea con el del año pasado (que se vio muy impulsado por el fuerte recorrido a la baja de las primas de riesgo en todos los países periféricos). En el caso de España e Italia (gráfico 8), las emisiones a abril representan el 40% del total del objetivo bruto de emisión en el año (142 mM euros en España y 247 mM euros en Italia). Es más, en España se ha producido un aumento de la vida media de las nuevas emisiones de deuda. Así, el vencimiento medio ponderado de las emisiones brutas de bonos realizadas este año se sitúa por encima de 10 años, frente a 8 años de media el año pasado. En el caso de Italia, la vida media de los bonos emitidos este año es ligeramente menor que la de 2014 (8,5 años vs 9 años).

Gráfico 12

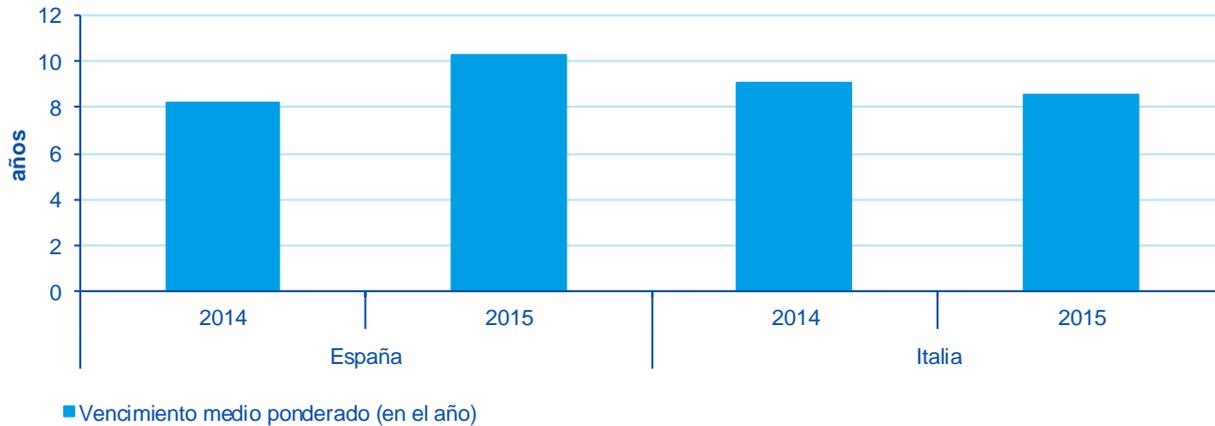
### España e Italia: Emisiones brutas bonos soberanos a abril (EUR mM y % del objetivo de emisión brutal anual)



Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

Gráfico 13

**España e Italia: Vida media de las nuevas emisiones**



Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

**b) Impacto en tipo de cambio**

Aunque con cada anuncio de medidas monetarias se ha abierto un debate en torno a su impacto inmediato sobre la inflación (i.e, el poder adquisitivo de las monedas), no hay dudas que los sucesivos QEs de la Reserva Federal (Fed), y ahora el del BCE, han impactado directamente el valor de sus respectivas monedas vis-a-vis otras divisas. Es importante notar que ningún QE ha tenido por objetivo depreciar su moneda (un objetivo que iría en contra de lo pactado en los acuerdos internacionales). Por ello, los QEs se han remitido a compras de activos financieros domésticos y no extranjeros (lo último implicaría acumulación de reservas internacionales). Pero como se aprecia en el gráfico 15, la correlación entre el euro-dólar y el tamaño relativo de los balances de los bancos centrales (Fed vs BCE) es muy significativa, una correlación que se mantiene cuando se controla por otras variables (reales y financieras) relevantes.

En este sentido, como resultado de la combinación de crecientes expectativas de un QE por parte del BCE y de eventuales subidas de tipos de la Fed, el euro entró en una senda de depreciación en la segunda mitad de 2014: cayendo por debajo del 1,30 (nivel que consideramos de equilibrio de largo plazo) ya en el último trimestre del año y continuando esta tendencia hasta alcanzar los mínimos de 1,05 en marzo de 2015. Dicho esto, la magnitud con la que el euro continuó depreciándose tras el anuncio del programa de compras sí ha constituido una sorpresa que supera cualquier situación similar precedente: mientras los fuertes QEs de la Fed estuvieron asociados a depreciaciones del dólar que superaron los 1,40 dólares-por-euro (i.e., una apreciación del euro de cerca del 10% por encima de equilibrio), las expectativas y anuncios en relación a los balances tanto de la Fed como del BCE parecieran estar ahora presionando el tipo de cambio a la paridad (una depreciación del euro de casi un 30% por debajo de equilibrio!). En el actual entorno de divergencia monetaria, en el que la Fed retoma políticas convencionales y el BCE mantiene el QE, el debate sobre la magnitud, volatilidad y duración de la depreciación del euro está abierto. Tras haber tocado el 1,05 en marzo, en las últimas semanas el euro ha repuntado hasta el 1,12, tras la combinación de sorpresas negativas (positivas) de la economía americana (zona euro), estrechamiento del diferencial de tipos (por la fuerte subida de los tipos europeos en la última semana) y retraso en las expectativas de inicio de subidas de tipos de la Fed. A pesar de este movimiento reciente, hay margen para una nueva caída del euro una vez que se concrete la esperada subida de tipos de la Fed (septiembre según nuestro escenario central).

Gráfico 14  
EURUSD



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15  
EURUSD y políticas monetarias (Fed/BCE)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

### Tenencias de bonos soberanos por parte de entidades financieras

Entre los principales tenedores de bonos soberanos en la zona euro se encuentran las entidades financieras, y un alto porcentaje de esa deuda soberana es deuda del propio país (*home bias*). En concreto, la exposición de las entidades financieras periféricas a deuda soberana ha aumentado de forma significativa en los últimos tres años. Este comportamiento de acumulación de bonos del país se ha producido particularmente por parte de entidades de países periféricos. Cuando la crisis de deuda se recrudeció a finales de 2011 y el BCE tuvo que introducir las LTROs a 3 años, las entidades financieras con esa liquidez, y en particular las de España e Italia, acumularon cantidades sustanciales de deuda de su propio país.

De acuerdo con los datos publicados por el BCE de tenencias bonos soberanos de la zona euro por parte de entidades financieras en marzo (el BCE ya compró bonos soberanos ese mes), las entidades no se están deshaciendo sustancialmente de bonos soberanos. Así, para el conjunto de la zona euro, las entidades financieras redujeron sus tenencias de bonos soberanos en 8,1 mM de euros, lideradas por Francia, Bélgica e Italia, mientras que en España las tenencias de bonos han aumentado en 3,9 mM euros.

Gráfico 16

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



Fuente: ECB y BBVA Research

Gráfico 17

Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras (promedio trimestral) (mM euros)



Fuente: ECB 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 anuncio del QE por parte del BCE ha sido uno de los principales factores que han apoyado la actividad en los últimos meses, junto con la reducción del precio del petróleo, y afianza las perspectivas de consolidación de la recuperación en Europa, mientras que ha reducido claramente los riesgos de deflación en el corto plazo y aumentado las expectativas de inflación a medio plazo.

Aunque es difícil determinar y aislar el impacto de estas medidas a través de todos los posibles canales, los más visibles en el actual contexto son la depreciación del euro y el efecto señalización (que fortalece la estrategia de *forward guidance*). Como se comenta más arriba, el euro se ha depreciado fuertemente frente al dólar (y en términos efectivos) desde niveles algo por debajo del 1,40 en marzo-abril de 2014 hasta alcanzar niveles por debajo del 1,05, esperando que se sitúe en media en 1,04 en 2015 y 1,07 en 2016. De acuerdo a nuestros modelos, una depreciación del euro en torno al 30% podría tener un impacto positivo en el crecimiento del PIB de alrededor de 1pp y presionar en algo más de un 1% la inflación. Por otro lado, los análisis más recientes sobre el impacto de este tipo de medidas en Reino Unido y Estados Unidos estiman que el impacto de compras de activos por valor de 1% del PIB podrían haber tenido un impacto de alrededor de 0,1pp y 0,4pp tanto en PIB como en inflación, respectivamente. No obstante, parece razonable anticipar un menor impacto en el conjunto de la zona euro, dado que la implementación ha sido mucho más tarde y dada la importancia del sistema bancario en la financiación de la economía. Nuestras previsiones contemplan una recuperación relativamente modesta que irá ganando tracción a lo largo de este año, para crecer un 1,6% en 2015 y un 2,2% en 2016.

Respecto a las expectativas de inflación descontadas por el mercado, se observa que la tendencia a la baja se ha frenado y además se percibe un punto de inflexión en los indicadores, mucho más evidente en los de más corto plazo (las expectativas de inflación a 2 años implícitas en los swaps de inflación han rebotado desde niveles negativos hacia tasas del entorno del 1%) que en los de largo plazo. Con todo, las expectativas a medio plazo se sitúan todavía por debajo del 2% y parte de la recuperación está directamente relacionada con la recuperación de los precios del petróleo.

Gráfico 18

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

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En cuanto a nuestras perspectivas para la inflación en la zona euro, estimamos que en tasa interanual se mantenga muy baja durante el segundo y tercer trimestre, y no será hasta el último cuando se aprecie un mayor repunte hasta alrededor del 0,8%/0,9% a/a en diciembre, debido a los efectos base y la evolución de los precios de la energía. Por su parte, es probable que la inflación subyacente se mantenga relativamente estable en los próximos meses. En promedio, prevemos una inflación del 0,1% en 2015 y un repunte en 2016, hasta el 1,3%, revisada ligeramente al alza (+0,3pp) tras las medidas anunciadas por el BCE, algo más agresivas de lo anticipado hace tres meses. Por lo tanto, los riesgos de deflación se han reducido, aunque el objetivo del BCE es probable que no se alcance hasta la segunda mitad de 2017.

Conclusión: el balance de los dos primeros meses de compras de bonos soberanos por parte del BCE es positivo. El banco central ha cumplido con el objetivo mensual de compras y el impacto inicial en los mercados financieros ha sido mayor al previsto, en gran medida por la contundencia con que se lanzó el programa y los mensajes posteriores de fuerte compromiso con el mismo hasta lograr el objetivo deseado. Abrir la ventana a especulaciones sobre un posible *tapering* temprano por parte del BCE, no sólo es prematuro sino también arriesgado dados los persistentes riesgos a la baja tanto para el crecimiento como para la inflación. De hecho el reciente endurecimiento de las condiciones monetarias derivadas de las subidas de tipos de interés de largo plazo y la apreciación del euro, y el posible efecto arrastre que pueda generar la Fed en un futuro inmediato, deberían contribuir a que el BCE reafirme su mensaje de compromiso.

**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.