

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Primera aproximación al impacto en tasas de los cambios al sistema de pensiones

Hermann González / Waldo Riveras / Jorge Selaive

En esta nota nos centramos en eventuales impactos de diversos eventos recientes sobre las tasas soberanas de largo plazo, incluidos los anuncios de modificaciones al sistema de pensiones, como también los canjes de deuda soberana. Implementamos un modelo de determinación de tasas de interés y encontramos lo siguiente:

- 1) La sensibilidad de las tasas soberanas locales a sus referencias externas se encuentra algo por debajo de su promedio histórico, siendo la menor participación de extranjeros en el mercado local de bonos soberanos una posible explicación. Los pasos recientes dados por el Gobierno para aumentar la integración financiera en este mercado podrían incrementar el traspaso de tasas externas a locales en el futuro;
- 2) Los canjes de deuda soberana realizados por Tesorería tuvieron un impacto significativo pero transitorio sobre las tasas de largo plazo que está en proceso de reversión;
- 3) Un recorte de 25 pb en la TPM, anticipado por el mercado, tendría un efecto al momento de concreción de 2 pb en la tasa soberana nominal de largo plazo. De ser sorpresivo su efecto alcanzaría los 23 pb. Una paulatina internalización de eventuales recortes futuros sería consistente con reducciones en la tasa larga entre ambos valores. Las bajas tasas externas y el ajuste en expectativas de crecimiento interno han sido los principales factores detrás de las bajas tasas de interés locales. El efecto de la TPM ha sido de segundo orden en importancia;
- 4) Las modificaciones al sistema de pensiones tendrían impactos a la baja sobre la tasa de interés de largo plazo:
 - Por el canal de aumento en la renta imponible (de 74,3 UF a 111,45 UF). Estimamos preliminarmente un impacto techo (máximo) de entre -1 pb y -3 pb sobre la tasa de interés a 10 años plazo;
 - Por el canal de aumento de 5 pp en las cotizaciones, que implicarían unos US\$5.000 millones adicionales al sistema, estimamos un impacto techo (máximo) de entre -7 pb y -22 pb sobre la tasa a 10 años;
 - Los cambios regulatorios, específicamente los vinculados a las comisiones, podrían afectar la estrategia de portafolio de las administradoras, intensificando la tenencia de activos de renta fija, especialmente del mercado local. El efecto adicional sobre las tasas sería a la baja, pero su magnitud es difícil de estimar por ahora sin más detalles del diseño de las modificaciones y los consecuentes incentivos del administrador.

Un modelo para la tasa soberana local como punto de partida

Según el enfoque de paridad descubierta de tasas, el rendimiento del bono soberano local debería ser equivalente a la tasa de interés relevante externa, en este caso del bono soberano estadounidense, ajustado por el riesgo soberano de nuestro país y por las expectativas de devaluación del peso. Debido a que aún persisten ciertas restricciones para que esta relación se cumpla completamente (regulaciones, estructura de mercado, etc.), es necesario ajustar por otros factores locales, propios del mercado de renta fija nacional. En el corto plazo, además existen otros riesgos relevantes que deben considerarse, como son el ajuste de expectativas y sorpresas en indicadores económicos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, las tasas soberanas a 10 años se encuentran en niveles históricamente bajos, fenómeno común a la mayoría de las economías del mundo, en especial de las desarrolladas (Gráfico 1). Para explicar este fenómeno se cuentan factores estructurales como los ciclos demográficos, menor crecimiento de la productividad, bajos niveles de inversión, cambios regulatorios; pero también factores más coyunturales, como las políticas de relajo cuantitativo (*Quantitative Easing*), la escasez mundial de instrumentos de ahorro seguro y la acumulación de reservas por parte de países de alto crecimiento (China), entre otros.

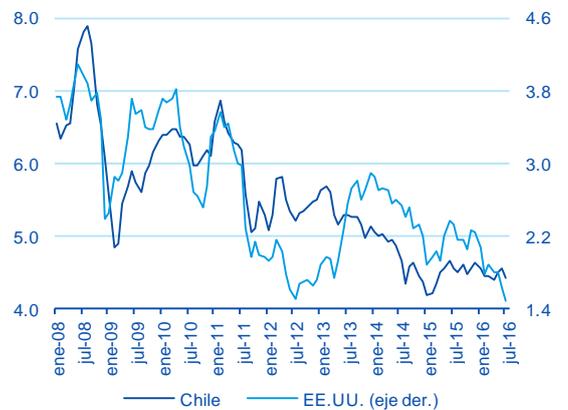
Estos factores han impactado el rendimiento del **bono soberano nacional, que en general ha seguido muy de cerca el movimiento del bono de EE.UU.**, salvo algunos periodos en que ambas tasas han mostrado una baja correlación (Gráfico 2).

Gráfico 1
Tasas bonos soberanos a 10 años (% nominal)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 2
Tasas a 10 años Chile y EE.UU. (% nominal)



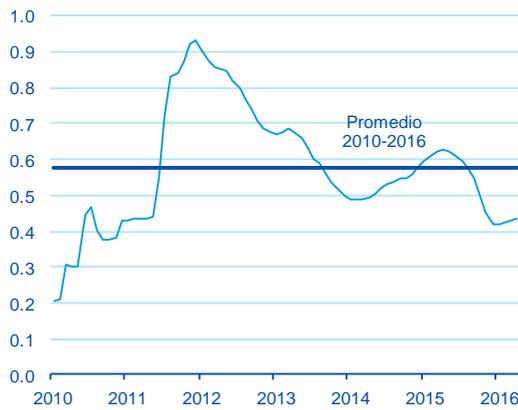
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

En los últimos años, la sensibilidad de la tasa de interés local a las tasas externas se ha reducido, llegando a estar por debajo de su promedio histórico, en línea con cierto retroceso en la participación de extranjeros en el mercado local, pero sigue siendo uno de los principales determinantes de la tasa soberana local. Según lo reportado en otros estudios para Chile¹, el coeficiente de traspaso de las tasas externas a tasas locales se encontraría entre 0,4 y 0,7, sin embargo, en los últimos años habría mostrado una trayectoria decreciente, acercándose al piso de este rango. Estimaciones simples de este coeficiente muestran valores en torno la media histórica, pero confirman una reducción en los últimos años (Gráfico 3). Uno de los factores detrás de la baja sensibilidad de las tasas locales a las condiciones financieras externas sería el bajo porcentaje de participación de no residentes en el mercado de

¹ Ver por ejemplo: González (2005) "Relación entre tasas de interés internas y externas". García (2005) "Oferta y Demanda de Papeles y Tasas de Interés Reajustables de Largo Plazo". Informe de Estabilidad Financiera, segundo semestre 2015.

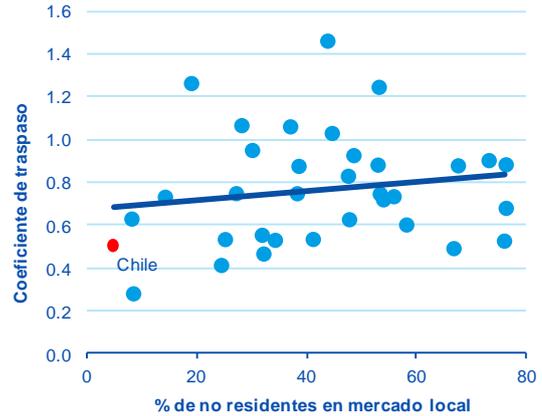
renta fija local (Gráfico 4). Este porcentaje ha disminuido de forma sostenida en los últimos años, desde valores cercanos a 10% a mediados de 2013², hasta una participación actual cercana al 5%. Es decir, según datos de fines de 2015, más del 95% del *stock* de deuda soberana local se encuentra en manos de inversionistas locales, como Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos, Compañías de Seguros y Bancos, entre otros. Según estudios para varios países³, una mayor participación de no residentes además estaría asociada con menores tasas de interés locales y mayor volatilidad en los retornos.

Gráfico 3
Coeficiente traspaso tasas externas* (%)



*Coeficiente estimado a partir de una relación entre la tasa soberana a 10 años de Chile y EE.UU., ajustada por riesgo país.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Participación no-residentes en mercado local (%)



Fuente: Banco Central (IEF 1^{er} sem. 2015), UE, BBVA Research

Este hecho ha generado que los factores de oferta y demanda local de papeles, junto con la política monetaria interna, ganen importancia en la determinación de la tasa de interés local. Sin embargo, en periodos de alta turbulencia financiera es esperable que el coeficiente de traspaso de tasas externas aumente, tal como ocurrió a fines de 2011. Asimismo, los pasos que ha dado el Ministerio de Hacienda para facilitar el ingreso de extranjeros al mercado de bonos locales (concentración y coordinación de licitaciones de bonos soberanos; retención del emisor del *withholding tax*, entre otros) sugieren que la sensibilidad de las tasas locales a sus referentes externos podría aumentar en el futuro.

Al estimar distintas especificaciones para la tasa del bono soberano a 10 años de Chile (en pesos), incluyendo factores adicionales en la ecuación de paridad descubierta de tasas, obtenemos los resultados reportados en la Tabla 1.

Las regresiones estimadas muestran una relación robusta entre la tasa local y sus referentes externos, con un coeficiente de traspaso entre 0,4 y 0,8 (Tabla 1, fila 2). Las expectativas de depreciación también resultan significativas en la determinación de las tasas locales, tal como se considera en el enfoque de paridad descubierta de tasas. Al incluir sorpresas en indicadores (TPM, IPC, Imacec) se encuentra una relación positiva y significativa para TPM e Imacec, efectos ya bastante documentados en la

² En abril de 2013 se lanzó el programa de *Global Depository Notes* (GDN). Los GDNs son instrumentos que emulan los términos (tasa de interés, fecha de vencimiento, calidad crediticia, etc.) de un bono particular denominado en moneda local, para permitir que estos se puedan transar de mejor manera en dólares americanos. Son similares a los ADR utilizados para replicar activos de renta variable. Estos instrumentos hacen más expedita la inversión de no residentes en activos locales, pudiendo así aumentar la velocidad de traspaso de los movimientos de las tasas externas a las tasas locales. Su penetración fue efímera, y al poco andar se observó que la expectativa de penetración de estos instrumentos no se cumplió. Una posible explicación para esto, es el tamaño relativamente pequeño de nuestro mercado de renta fija soberana, con una importante participación de inversionistas institucionales, proclives a seguir estrategias de *buy-and-hold*, generando un bajo volumen de transacciones.

³ Andritzky (2012) "Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?", IMF Working Paper. El estudio muestra que un aumento de 1pp en la participación de no residentes en el mercado local se asocia con una caída de entre 3 pb y 4 pb en los retornos locales.

literatura para nuestro país⁴. En el periodo analizado, las sorpresas en inflación, medidas con las expectativas de Bloomberg para la inflación mensual, no tienen un efecto significativo sobre las tasas largas, posiblemente por el anclaje de expectativas en el horizonte de política monetaria. Para controlar por las expectativas de rentabilidad futura se incluyen distintas opciones: PIB estimado para el próximo año (EEE), IMCE sin minería y tasa de interés de corto plazo (tasa *prime* a 3 meses). Adicionalmente, se incluye el *stock* total de bonos en pesos y en UF (tasa de crecimiento anual), para controlar por el cambio en la deuda soberana local. Alternativamente, se incluyen las emisiones de bonos de Tesorería y Banco Central a 10 años plazo (en pesos y UF) como porcentaje del *stock* total de bonos en el mercado local, como una medida de cambio en la composición de la deuda.

Tabla 1

Modelos para la tasa de interés local a 10 años (en pesos)

Variables explicativas	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9
Constante	3.34**	3.19**	3.90**	2.63**	2.63**	0.25	1.87**	0.75**	0.36
Tasa externa + EMBI ⁽¹⁾	0.50**	0.47**	0.39**	0.61**	0.61**	0.69**	0.76**	0.61**	0.64**
Exp. depreciación ⁽²⁾		0.10**		0.10**	0.10**	0.04**	0.05**	0.04**	0.03**
Exp. depreciación hist. ⁽³⁾			0.08**						
SorPRESa TPM ⁽⁴⁾				1.23**	1.23**	1.04**	0.63**	0.84**	0.85**
SorPRESa Imacec ⁽⁴⁾				0.12**	0.12**	0.11**	0.13**	0.10**	0.09**
SorPRESa Inflación ⁽⁴⁾				0.02					
PIBe ⁽⁵⁾						0.43**		0.40**	0.44**
Tasa 3m ⁽⁶⁾						0.09**	0.06	0.06*	0.08**
IMCE sin minería ⁽⁷⁾							1.37**		
Stock bonos pesos ⁽⁸⁾								0.01	
Stock bonos UF ⁽⁸⁾								0.06**	
Bonos pesos ⁽⁹⁾									0.05*
Bonos UF ⁽⁹⁾									0.17**

(**): Valores significativos al 5%. (*): Valores significativos al 10%.

(1): Tasa del bono soberano de EE.UU. a 10 años + EMBI soberano de Chile.

(2): Expectativa de TCN a 23 meses de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE). Desviación porcentual respecto al TCN actual.

(3): Promedio móvil del TCN últimos 24 meses. Desviación porcentual respecto al TCN actual.

(4): Sorpresas medidas como la diferencia entre el valor efectivo y la expectativa del mercado (Bloomberg).

(5): Expectativa de crecimiento anual del PIB para el próximo año, reportado en la EEE.

(6): Tasa de interés nominal *prime* a 3 meses.

(7): Al indicador se le aplica la siguiente transformación: $\log(\text{IMCE}/(100-\text{IMCE}))$.

(8): Tasa de crecimiento anual del *stock* total de bonos en circulación de Tesorería y Banco Central de Chile.

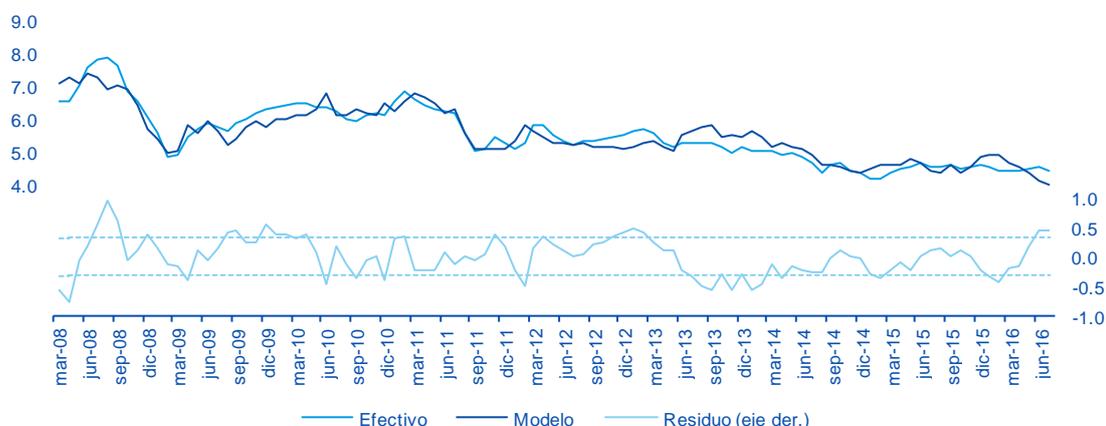
(9): Emisiones de bonos de Tesorería y Banco Central de Chile a 10 años, como porcentaje del *stock* total de bonos en circulación.

Fuente: BBVA Research

Nuestro modelo base muestra leves desalineamientos de la tasa soberana local a 10 años (nominal) durante junio y julio, que comenzaron a revertirse a fines de julio y principios de agosto (Tabla 1, columna M6). En general, las especificaciones muestran resultados similares, donde no se aprecian grandes desalineamientos de las tasas soberanas locales en los últimos meses. Sólo en junio y julio de 2016 se observa un leve desalineamiento que indicaría que la tasa efectiva estuvo algo por sobre lo implícito en sus determinantes (Gráfico 5). Este desalineamiento comenzó a revertirse en julio, y ha continuado durante agosto, con la tasa local disminuyendo respecto a la tasa externa, alcanzando valores de 4,25% a mediados de agosto.

⁴ A nivel internacional, ver por ejemplo: D'Amico (2016) "Macroeconomic Sources of Recent Interest Rate Fluctuations". Para Chile, ver: Meyer (2006) "Impacto de las Sorpresas Económicas en el Rendimiento de los Bonos del Banco Central de Chile". Larrain (2007) "Sorpresas de Política Monetaria y la Curva de Rendimiento en Chile". Ceballos (2013) "Impacto de Sorpresas Macroeconómicas y Anuncios en Factores de la Estructura de Tasas de Chile".

Gráfico 5

Ajuste del modelo y residuos: sin incluir emisiones de bonos*

*Ajuste del modelo M6 (Tabla 1).

Fuente: BBVA Research

Los canjes de bonos de Tesorería a 10 años tuvieron un efecto significativo pero transitorio sobre las tasas nominales

Los canjes de bonos a 10 años (en pesos y UF), realizados por Tesorería entre abril y junio de este año, explicarían el desalineamiento observado en los meses anteriores. Debido a la dificultad para construir una serie de *stock* de bonos soberanos por plazo, que permita capturar los cambios en la composición de la deuda, se construye una serie con las emisiones de bonos de Tesorería a 10 años plazo (información disponible de las licitaciones de bonos, en pesos y UF), como una forma de medir el cambio en el *stock* de bonos en ese punto de la curva, asumiendo que durante el periodo no ha habido vencimientos relevantes. Expresando esta serie de emisiones como porcentaje del *stock* total de bonos, podemos aproximar el efecto de un cambio en la oferta relativa de papeles a 10 años. Esto nos permite encontrar un efecto común, tanto para las emisiones, como para los canjes, asumiendo que ambas operaciones modifican la oferta de papeles en un determinado plazo o punto de la curva. Al incluir en el modelo anterior (columna M6, Tabla 1) la variable de cambio en la oferta de bonos a 10 años (Tabla 1, columna M9), como *proxy* de canje, el desalineamiento observado en los últimos meses desaparece, lo que indicaría que los canjes realizados por Tesorería durante 2016 jugaron un rol importante en sostener, por algunos meses, la tasa de interés de largo plazo por sobre el nivel implícito en sus determinantes (Gráfico 6 y 7).

Estimamos que los canjes de bonos en pesos a 10 años han tenido un impacto significativo pero transitorio sobre la tasa nominal. En conjunto, los canjes de bonos a 10 años en pesos (por US\$3.000 mill.) y en UF (por US\$ 4.700 mill.), realizados entre abril y junio de este año, aumentaron la tasa local a 10 años como mínimo en 28 pb, pero su impacto sería de carácter transitorio. Para estimar este efecto extendemos nuestro modelo (columna M9, Tabla 1), incorporando rezagos de las emisiones, obteniendo parámetros de rezagos similares a los de la variable contemporánea (0,05) pero con signo contrario, lo que daría cuenta de que los canjes tuvieron un impacto relevante al momento del anuncio y concreción, pero sus efectos se diluyeron casi por completo.

Gráfico 6

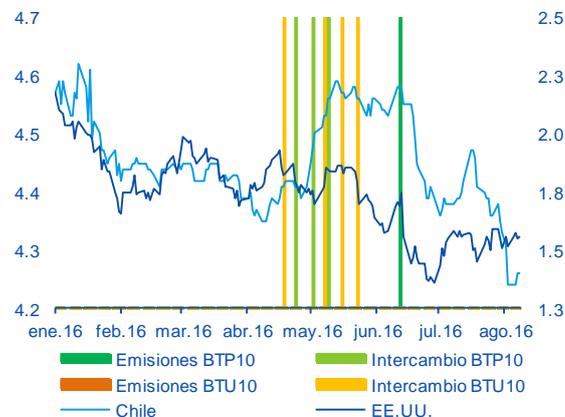
Ajuste del modelo y residuos: incluyendo emisiones de bonos



*Ajuste del modelo M9 (Tabla 1).
Fuente: BBVA Research

Gráfico 7

Tasas a 10 años y licitaciones de Tesorería* (% nominal)



*Líneas verticales muestran las fechas de los canjes y emisiones locales de bonos a 10 años, en pesos y UF, realizados por Tesorería en 2016.
Fuente: Bloomberg, Ministerio de Hacienda, BBVA Research

TPM: un recorte de 25 pb generaría una caída de 2 pb en la tasa larga nominal, pero si es sorpresivo su efecto alcanzaría 23 pb.

Una reducción de 25 pb en la TPM daría espacio para una caída de 2 pb en las tasas largas. Sin embargo, si esta baja en la TPM es sorpresiva, las tasas podrían caer hasta 23 pb. Las expectativas actuales de mercado consideran una mantención prolongada de la TPM, por lo que de materializarse nuestro escenario de reducción de tasa de política a fines de este año (-25 pb), habría espacio para mayores caídas en las tasas largas en los próximos meses. Sin embargo, el efecto final dependerá de cuan sorpresivo sea el ajuste de la TPM, pero también de la evolución de las tasas externas (aumento de tasa FED) y del ajuste en las expectativas de depreciación. En la Tabla 2 se muestran los efectos sobre la tasa de interés local de cada uno de sus determinantes.

Tabla 2

Efectos estimados sobre la tasa soberana local a 10 años* (nominal)

Variable	Shock	Efecto en tasa local (puntos base)
Tasa externa + EMBI	+100 pb	+64
Exp. depreciación	+1 pp	+3
Sorpresa TPM	+100 pb	+85
Sorpresa Imacec	+1 pp	+9
PIB esperado	+1 pp	+44
Tasa 3m	+100 pb	+8
Bonos en \$	+1 pp	+5
Bonos en UF	+1 pp	+17

* Los efectos se estiman en base a la columna M9 de la Tabla 1.
Fuente: BBVA Research

¿Qué tanto ha colaborado la política monetaria a la baja en la tasa de largo plazo? La reducción de 5% a 3,5% en la TPM habría generado un traspaso de sólo 12 pb a la tasa larga nominal. Si consideramos que la caída en TPM fue completamente sorpresiva para el mercado, ejercicio muy

poco realista, el efecto llegaría a 139 pb. Las bajas tasas externas y el ajuste a la baja en las expectativas de crecimiento interno han sido los principales factores detrás de las bajas tasas de interés locales, contrario a las afirmaciones que deja entrever el Banco Central asignando a su accionar la reducción en la tasa larga. Si descomponemos la caída en la tasa local a 10 años, entre septiembre de 2013 y julio de 2016, vemos que la mayor parte de la caída se explica por las menores tasas externas (efecto de -81 pb) y el ajuste a la baja en las expectativas de crecimiento del PIB (efecto de -105 pb), mientras que el efecto de la TPM (efecto de -12 pb), si bien es significativo, es bastante menos importante (Tabla 3).

Tabla 3

Cambio en tasa soberana local a 10 años desde Sep-13 a Jul-16*

Variable	Dif. en el periodo	Incidencia en tasa local (puntos base)
Tasa externa + EMBI	-127 pb	-81
Exp. depreciación	+0,88 pp	+3
Sorpresa TPM	0 pb	0
Sorpresa Imacec	+1,39 pp	+13
PIB eserado	-2,4 pp	-105
Tasa 3m	-153 pb	-12
Bonos en \$	-0,53 pp	-2
Bonos en UF	+4,21 pp	+71
Error	+29 pb	+29
Total tasa 10 años	-86 pb	-86

* Los efectos se estiman en base a la columna M9 de la Tabla 1.
Fuente: BBVA Research

Reforma al sistema de pensiones: impacto acotado pero significativo a la baja en tasas largas

Los principales anuncios hechos recientemente por el Gobierno fueron: un aumento de 50% en el tope imponible y un aumento de 5pp en las cotizaciones con cargo al empleador, en un plazo máximo de diez años. Además, se incluirían cambios regulatorios, como la obligación de las administradoras de devolver las comisiones cobradas en caso de tener rentabilidades negativas, entre otros. No se dispone de mayores detalles, por lo que todos los efectos estimados están sujetos a perfeccionamientos, en la medida que el diseño de las propuestas se vaya conociendo. Incluyendo en nuestro modelo base la variable de porcentaje de activos en el fondo E sobre activos totales de las AFP⁵, podemos estimar preliminarmente el efecto de las propuestas sobre las tasas largas en el mercado local (Tabla 4).

Tabla 4

Efectos en tasa de interés local de las propuestas al sistema de pensiones*

Propuesta	Recursos adicionales en el sistema (Mill. US\$)	Impacto en tasa soberana local a 10 años (pb)
Mayor tope imponible	750	-1 a -3
Aumento 5pp en cotizaciones	5.000	-7 a -22
Comisiones de las AFP	¿?	-¿?
Total (techo o máximo)	-	-8 a -25 (-¿?)

* Los efectos se estiman en base al modelo M6 (Tabla 1), agregando como variable explicativa los recursos invertidos en el Fondo E como porcentaje del total de activos del sistema. La elasticidad encontrada es -0,08.
Fuente: BBVA Research

⁵ Por regulación, el fondo E es el que considera mayor porcentaje de inversión en instrumentos de renta fija (mínimo de 95%).

Aumento en la renta imponible, de 74,3 UF a 111,45 UF: Estimamos preliminarmente un impacto techo (máximo) de entre -1 pb y -3 pb sobre la tasa de interés a 10 años plazo, es decir, efectos muy acotados por este canal. Respecto a la renta imponible, de acuerdo a la información de la Superintendencia de Pensiones a diciembre de 2015, más de 441 mil cotizantes estaban en el tope imponible. **Si se aumenta el tope en 37,2 UF (111,45 – 74,3 = 37,2), el techo del monto que se adicionaría al sistema serían US\$750 millones anuales**⁶. Decimos que este es el techo, dado que asume que todos los cotizantes en el actual tope también estarían en el nuevo tope (mayor en 50%), donde es probable que algunos cotizantes queden en un rango intermedio. Dado el actual portafolio de inversiones del sistema, donde cerca de un 23% se invierte en instrumentos de renta fija (Banco Central y Tesorería), esto tendría un efecto de -1 pb en la tasa de largo plazo local. Si asumimos que todos los recursos extras se invierten en renta fija local, el efecto llegaría a -3 pb.

Aumento de 5 pp en las cotizaciones: Estimamos que los 5 pp de aumento en las cotizaciones implicarían cerca de US\$5.000 millones adicionales para el sistema, lo que tendría un impacto techo (máximo) de entre -7 pb y -22 pb sobre la tasa a 10 años. Para estimar los recursos que se adicionarían al sistema, construimos una serie de aportes de los afiliados⁷. Asumiendo que los aportes actuales consideran un 10% en cotizaciones, aumentamos este monto en 50% para capturar los 5 pp de aumento en las cotizaciones. Dado que aún no hay información sobre cómo se distribuirán estos recursos, nuestro ejercicio considera un techo, donde la totalidad se destina a cuentas de capitalización individual o, de manera equivalente, a un fondo del estado que se rija por una política de inversión similar a la de las AFP. Por lo tanto, si se mantiene el portafolio de inversión, se destinarían cerca entre US\$1.500 millones a instrumentos de renta fija (fondo E), lo que tendría un efecto de -7 pb sobre la tasa local. Si asumimos que los US\$5.000 millones de recursos adicionales se destinan al mercado de renta fija nacional, se generaría un impacto de -22 pb en la tasa local.

Finalmente, se debe considerar que estos cambios regulatorios, específicamente aquellos vinculados a las comisiones, podrían afectar la estrategia de portafolio de las administradoras, intensificando la tenencia de activos de renta fija, especialmente del mercado local. En definitiva, habría menos incentivos para tomar posiciones en activos riesgosos, pero también para enfrentar el riesgo cambiario. Aquello podría generar **presiones adicionales a la baja en la tasa local, pero que por ahora serían difíciles de dimensionar**, hasta no conocer en detalle las propuestas.

⁶ Suponiendo una tasa de imposición provisional de 10%. Si se agrega un 5% adicional a la tasa actual, el monto sube en US\$ 380 millones.

⁷ Los aportes se calculan como la diferencia entre el aumento mensual de las cotizaciones recibidas por las AFP y la rentabilidad obtenida durante el mes.

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.