

BANCOS CENTRALES

Monitorizando la expansión de balance del BCE (octubre 2015)

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

- En octubre, el programa de compra de activos (públicos y privados) ha superado el objetivo mensual de 60 mM euros marcado, se han adquirido 63,7 mM y continúa claramente sesgado a la compra de bonos públicos (80%).
- La evolución de las variables financieras de la eurozona estuvo condicionada por las crecientes expectativas de nuevos estímulos monetarios (incluyendo la posibilidad de un nuevo recorte del tipo de depósito). El euro reaccionó con una depreciación del 3,5%, aunque sin llegar a romper los niveles de 1,09 dólares. La parte corta de la curva europea es la que más reaccionó a la noticia, lo que contribuyó a la positivización de la curva europea. Por otro lado, el volumen de bonos comprables por el BCE se redujo, al incrementarse el número de bonos que tiene rentabilidades por debajo del tipo de depósito.
- Las mejores condiciones de financiación apoyaron un descenso del coste medio de emisión de los soberanos. Además, Italia aprovechó incrementar las emisiones medias en el mes.
- En la reunión de política monetaria de octubre, ante un clima de mayor incertidumbre a nivel global, el BCE dejó claro que habrá más estímulos en diciembre. Es difícil prever en las próximas semanas un cambio en las perspectivas de inflación que le llevase a cambiar de opinión. Aunque de momento el banco central no se ha decantado por ninguna medida en concreto, una ampliación del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) podría ser una de las opciones más probables, dado el compromiso explícito del banco de mantener los tipos bajos durante más tiempo.

Medidas de expansión monetaria del BCE

a) Programa de compra de activos: El programa de compra de activos (públicos y privados), ha superado el objetivo marcado, 63,7 mM euros mensuales en octubre, al igual que entre mayo y julio, y en septiembre, que también superó el objetivo establecido, y que servirá para compensar las menores compras de cara a final de año.

En los ocho primeros meses del programa, el BCE adquirió 393,6 mM de euros de bonos públicos (*Public Sector Purchase Programme* (PSPP), por sus siglas en inglés), 80,4¹ mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y 11,1² 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 octubre el BCE adquirió algo más del objetivo establecido, al igual que hiciera entre mayo y julio, y en

1: 131,1 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.

2: 14,6 mM desde que el programa entró en vigor en noviembre 2014.

septiembre. Concretamente compró 63,7 mM de euros, un 80% en bonos soberanos. Este incremento de las compras, permite al BCE tener margen, para realizar menos compras en diciembre, y asegurar que alcanza el objetivo mensual de 60 mM. En particular, las actas de la reunión de política monetaria de septiembre anunciaron que de septiembre a noviembre de 2015, las compras bajo el programa nuevamente volverían (como en el periodo de mayo a julio) a incrementarse en preparación de la caída prevista de la liquidez del mercado en diciembre. Por tanto, el BCE continúa por el camino de conseguir la ampliación de balance esperada de unos 1.100 mM en septiembre de 2016.

En la reunión de política monetaria de octubre, el BCE reiteró que el PSPP proporciona suficiente flexibilidad en términos de ajuste del tamaño, de la composición y de la duración del programa como para adaptarse si fuese necesario; y particularmente declaró que "volverá a examinar el grado de flexibilidad de su política en la próxima reunión de política monetaria". Aunque el presidente del BCE, Mario Draghi no aclaró la elección de ninguna medida en concreto, una ampliación del programa de compra de activos podría ser una de las opciones preferidas.

a.1) Programa de compra de bonos públicos

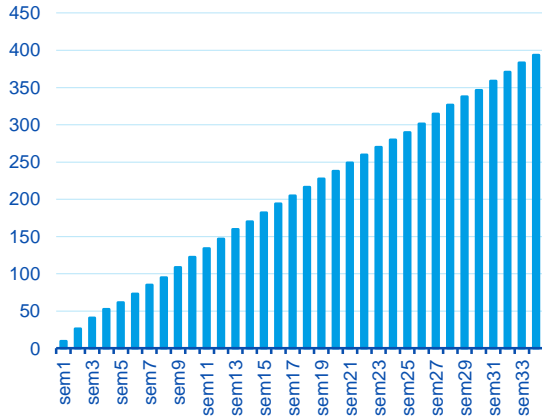
En septiembre, el BCE compró bonos soberanos (incluidos los bonos de organismos supranacionales y agencias) por importe de 52,2 mM, con una distribución por país prácticamente en línea con la clave de capital del BCE, considerando un pequeño ajuste por la no compra de bonos de Grecia³. Esta cantidad está en línea con la adquirida entre mayo y julio y en septiembre (51,5 mM en promedio), periodo en el que también superó el objetivo mensual.

En cuanto al vencimiento de la deuda adquirida hasta octubre, es similar a la de los meses previos. El vencimiento promedio de las compras fue de 8 años, inferior a la media de los bonos de la zona euro elegibles bajo el QE (9,1 años). Por países, continúan destacado los vencimientos más altos en las compras de bonos soberanos en países periféricos, como por ejemplo en Portugal (10,6 años), y España (9,7 años), con valores más elevados en comparación con los vencimientos de su deuda elegible (8 años en Portugal y 9,1 años en España). Este comportamiento se debe en parte a las propias limitaciones del PSPP, ya que para los países periféricos, el BCE tiene bonos comprados bajo un programa previo de compra de valores (SMP por sus siglas en inglés), con vencimientos más cortos (2-3 años) y, por tanto, las compras ahora se han sesgado a plazos más largos.

Respecto a las compras de bonos de organismos supranacionales y agencias, el pasado mes se han adquirido unos 6,2 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.

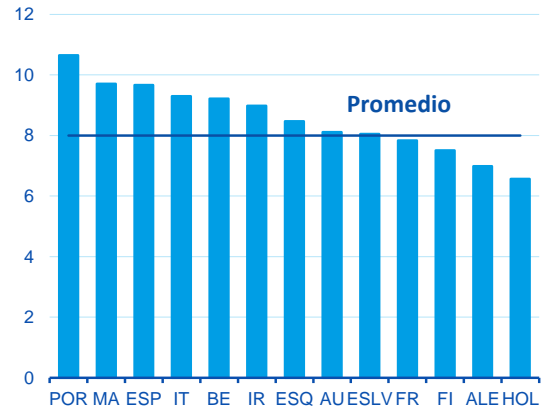
3: De momento, según detalló Draghi en la reunión de política monetaria de julio, Grecia no cumple con los criterios para empezar a comprar bonos. No obstante, Grecia está más cerca de beneficiarse del PSPP después de haber firmado el programa, aprobado parte de las reformas requeridas y conocerse las necesidades de capital. No obstante para el desembolso de la trancha de 25mM de euros para recapitalizar la banca está sujeto a la aprobación de un segundo paquete de medidas.

Gráfico 1
PSPP: compras semanales de bonos, acumuladas desde 9 marzo 2015, (EUR mM).



Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 2
PSPP: vencimiento promedio de los bonos comprados (años)

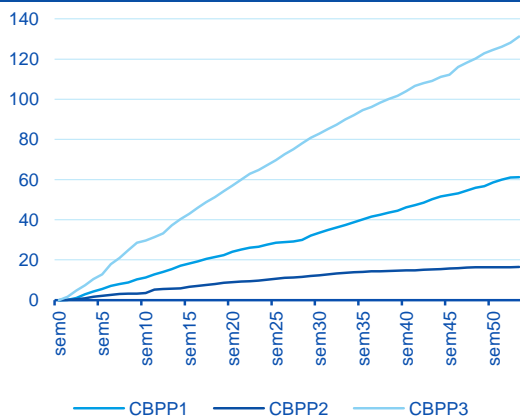


Fuente: BCE y BBVA Research

a.2) Programa de compra de activos privados

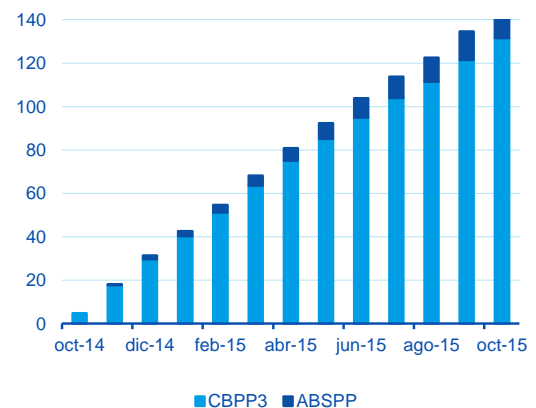
En octubre, bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 11,6 mM de euros, cifra en línea con promedio de compras desde la entrada en vigor de ambos programas (ABSPP y CBPP3) 12 mM de euros. En octubre las compras bajo el CBPP3 ascendieron a 10 mM de euros mientras que las compras bajo el ABSPP ascendieron a 1,6 mM de euros. En lo que va de programa se han adquirido 131,1 mM de euros en bonos garantizados (el programa comenzó en octubre), y 14,6 mM de euros en bonos de titulación 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 5 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 400 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 11 de diciembre. Dado el escaso interés de las entidades en la última subasta, las expectativas para esta próxima subasta son en principio muy moderadas. 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)

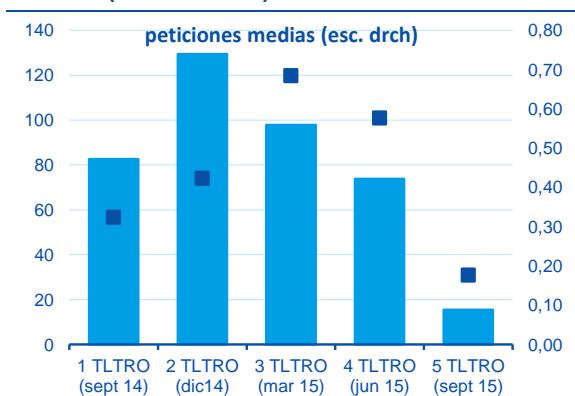
	Sep14	Oct14	Nov14	Dic14	Ene15	Feb15	Mar15	Abr15	May15	Jun15	Jul15	Ago15	Sep15	Oct15
TLTRO	82,6			130,0			97,8			73,8			15,5	
CBPP3		4,8	13,0	11,8	10,6	11,0	12,4	11,5	10	9,9	9,0	7,5	10,1	10
ABSPP		0,0	0,4	1,0	0,6	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6	0,9	1,3	1,9	1,6
PSPP							47,4	47,7	51,6	51,4	51,4	42,8	51	52,2

Fuente: BCE y BBVA Research

c) Operaciones “regulares” de financiación del Eurosistema

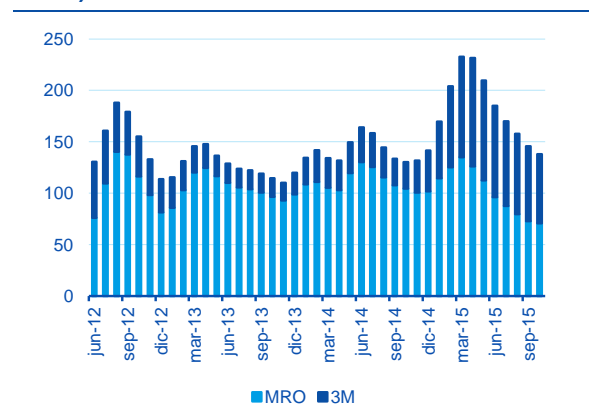
En octubre, al igual que en los últimos 6 meses, se ha reducido la liquidez adjudicada en las subastas semanales (MROs) y mensuales (3M LTROs). En promedio, en el último mes, las peticiones en las subastas semanales se han reducido hasta el entorno de los 70 mM euros, cifra significativamente por debajo del promedio del año (100 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 63 mM, ha descendido también por debajo del promedio del año (85 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)



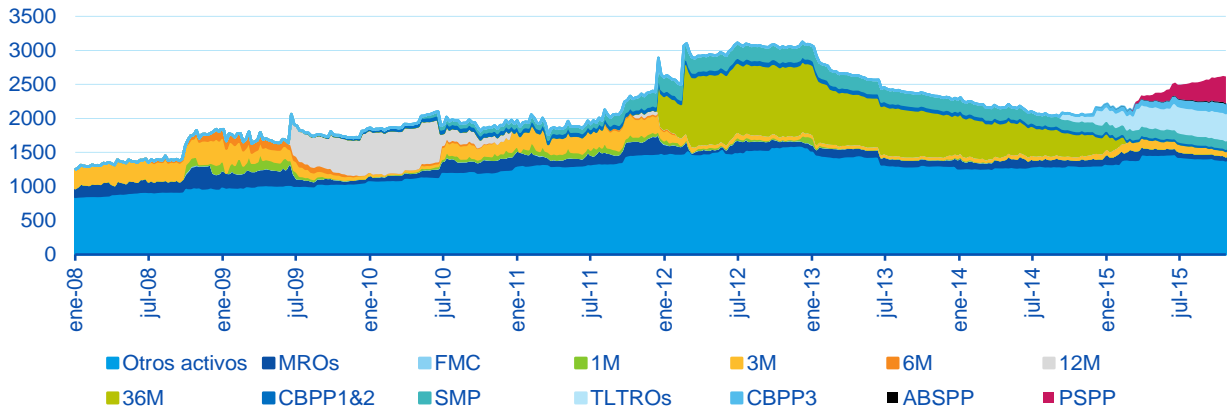
Fuente: BCE y BBVA Research

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)



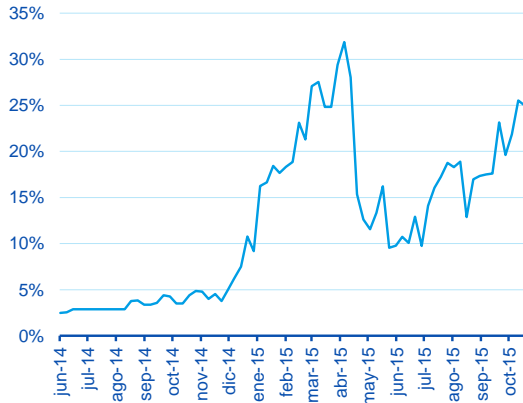
Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

Impacto en los activos

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

En octubre, la evolución de los tipos de interés de la eurozona estuvo condicionada por el mensaje bajista del BCE señalando que en diciembre “volverá a examinar el grado de laxitud de la política monetaria”. Con ello, elevó la expectativa de nuevos estímulos monetarios (incluyendo la opción de un nuevo recorte del tipo de depósito). Así, durante octubre el número de bonos con rentabilidades negativas se elevó hasta el 25% del total de bonos elegibles bajo el PSPP. Por otro lado, prácticamente las rentabilidades entre los dos y los tres años de los bonos “core” se situaron en niveles negativos por debajo del tipo de depósito actual (-0,2%), mientras que las rentabilidades a 2 años en Italia y España llegaron a cotizar a niveles ligeramente negativos. La reacción a un mayor estímulo monetario se produjo en mayor medida en la parte corta de la curva de rentabilidades (1- 3 años) en el caso de los bonos “core”, mientras que la mejora en la curva periférica se produjo más en los tramos medios (3-5 años). Por su parte, los tipos a 10 años tuvieron una reacción moderada. Lo que contribuyó a una ligera positivización de la curva europea. Por otro lado, una vez que la Fed mantiene diciembre 2015 como posible fecha de inicio del ciclo alcista de tipos interés, el tipo de interés 10 años europeo se ha visto arrastrado al alza por el americano, volviendo prácticamente a los niveles previos a la reunión del BCE. No obstante, el diferencial entre el bono alemán y americano se ha ampliado unos 16 puntos básicos desde la reunión del BCE.

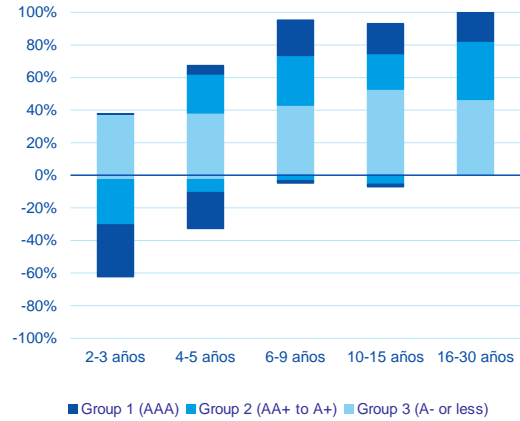
Gráfico 8
% de deuda soberana* (Eurozona) con tipos negativos sobre el total de deuda



*Elegible bajo el PSPP

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

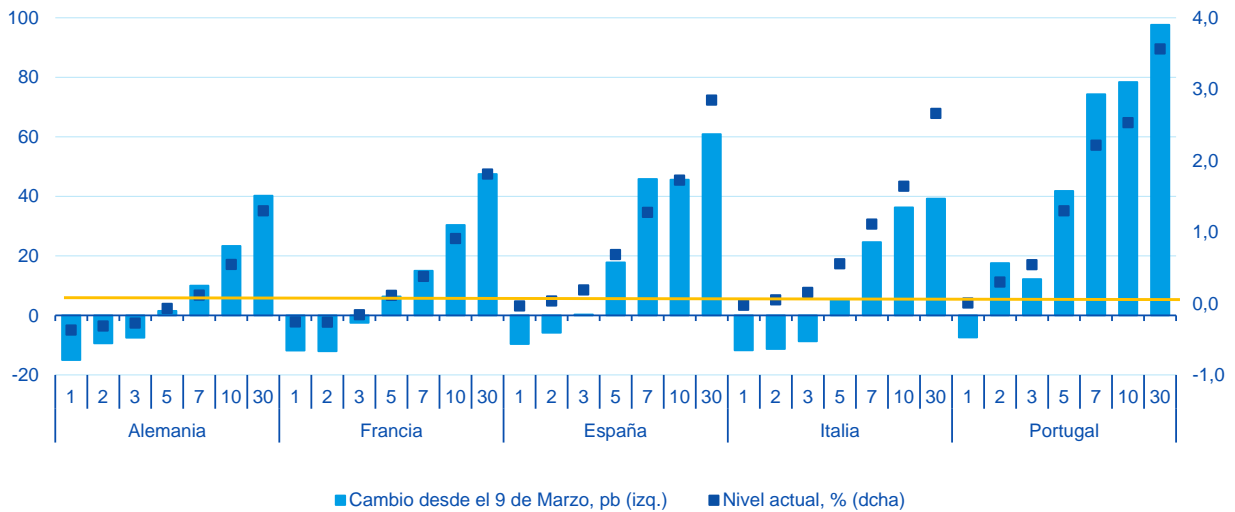
Gráfico 9
% de deuda soberana* (Eurozona) con tipos positivos/negativos, por rating país.



*Elegible bajo el PSPP

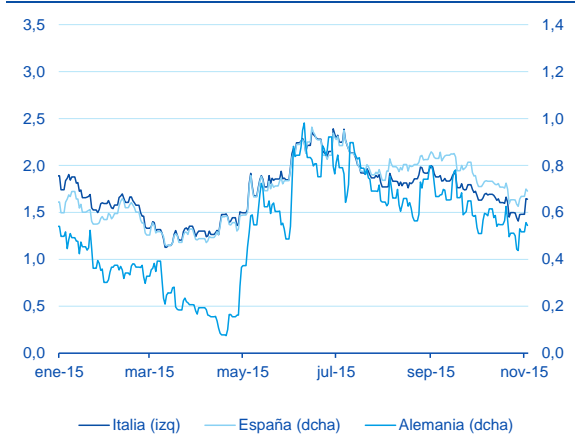
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



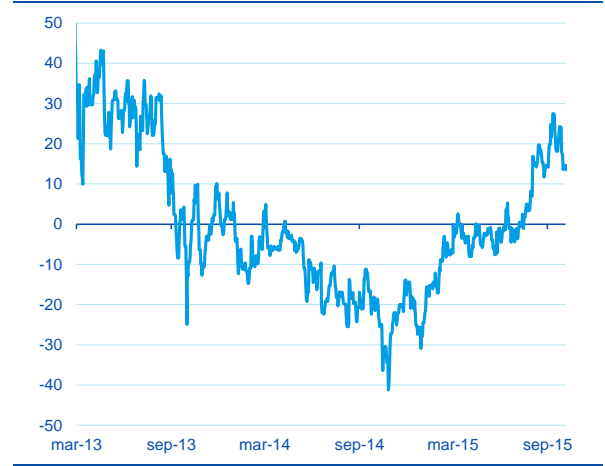
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 11
Tipos de interés a 10 Años (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



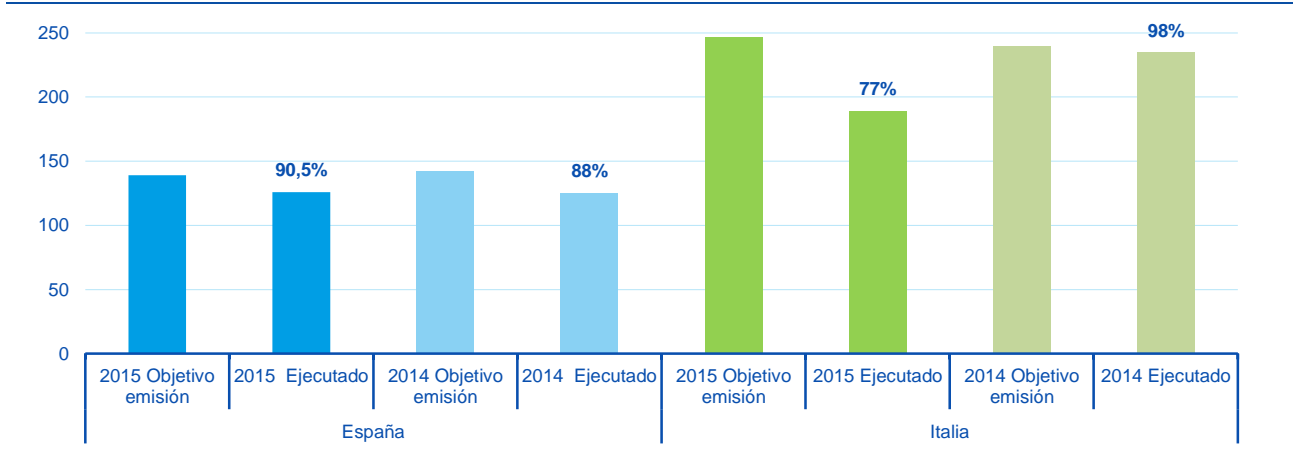
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

Durante el mes de Octubre, el Tesoro español moderó el volumen de emisión de deuda a medio y largo plazo (8Mm €, frente a 12 mM de promedio mensual en lo que llevamos de año). No obstante, el programa de emisiones lleva un ritmo de ejecución muy alto y además el Tesoro ha rebajado nuevamente las necesidades de emisión de deuda a medio y largo plazo desde 142mM a 139 mM de euros. De esta manera, a 31 de octubre España ha ejecutado el 90,5% del objetivo de emisión previsto para este año (139mM, rebajado de 142mM inicialmente previsto). Los costes de emisión se redujeron ligeramente hasta 1.3% -coste medio ponderado de la deuda- vs 1.44% en septiembre. En el caso de Italia, el Tesoro aumentó su ritmo de emisión de deuda a medio y largo plazo en octubre (16mM de frente a 15mM de promedio de mensual en lo que llevamos de año). Con ello la ejecución del programa de emisiones de deuda a medio y largo plazo se sitúa en torno al 77%. También el coste medio ponderado de financiación se moderó en Italia el mes de octubre (0,78% frente a 1,35% en septiembre). En Portugal, el retraso en la venta del Novo Banco ha alterado tan sólo marginalmente las necesidades de emisión previstas (a pesar de que ellos incremente las necesidades de financiación en 3,9mM de euros). En lo que resta de año, el Tesoro Portugués tiene previsto emitir 1,2mM.

Gráfico 13

España e Italia: Emisiones brutas bonos soberanos a 03 de Noviembre (mM euros y % del objetivo de emisión brutal anual)

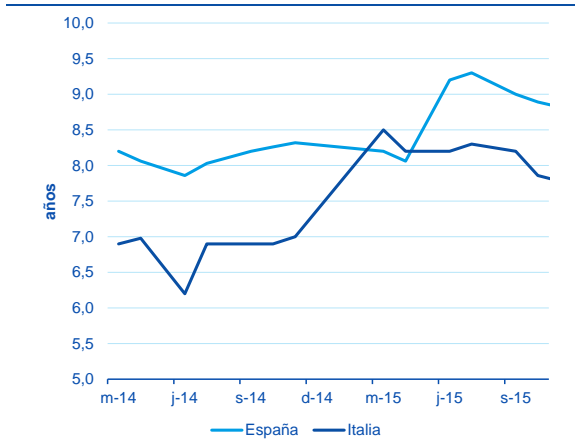


Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

La vida media de las nuevas emisiones sigue moderándose ligeramente, a pesar de que las condiciones de mercado en mes de octubre han mejorado.

Gráfico 14

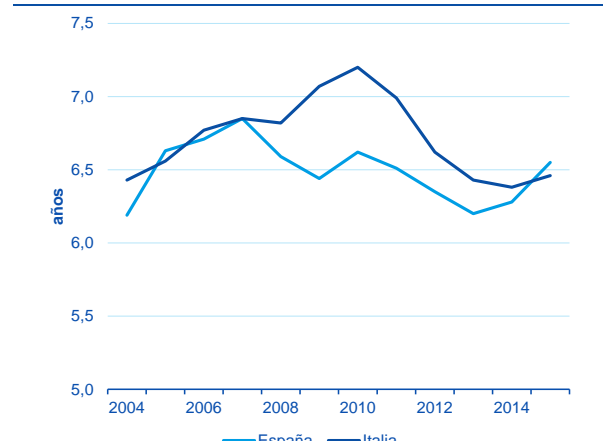
Vida media nuevas emisiones de deuda* a medio y largo plazo (a 3 Noviembre)



Fuente: Tesoros Nacionales, Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15

Vida media de la deuda España e Italia

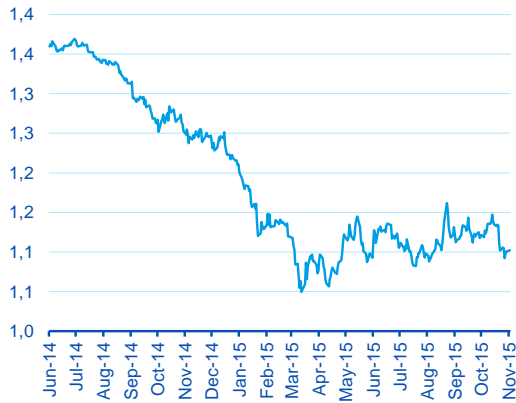


Fuente: Tesoros nacionales Bloomberg y BBVA Research

b) Impacto en tipo de cambio

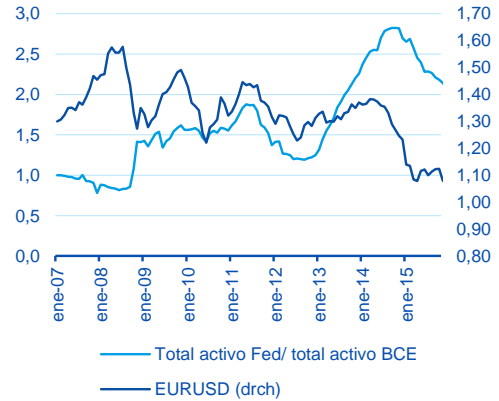
El euro se depreció un 3,5% en los días posteriores a la reunión del BCE, en respuesta al casi seguro anuncio de nuevos estímulos y, en particular, a la opción de un nuevo recorte del tipo de depósito (variable a la que es especialmente sensible el tipo de cambio). Con todo no ha roto a la baja el nivel de 1,09 dólares, a pesar de que la Fed mantiene abierta la opción de subida en diciembre 2015. El euro se depreció no sólo contra el dólar, sino también frente a todas las divisas del G10 y las divisas emergentes con la excepción de las divisas de Europa del Este.

Gráfico 16
EURUSD



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 17
EURUSD y políticas monetarias (Fed/BCE)

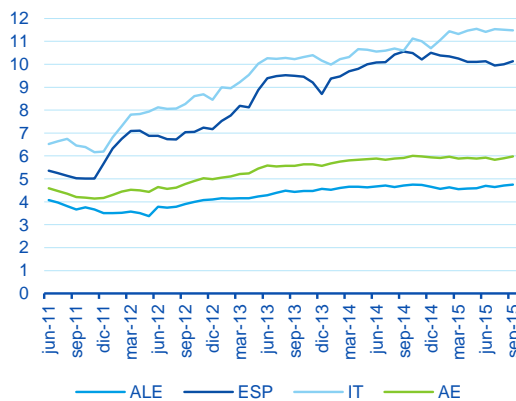


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

c) Tenencias de bonos soberanos por parte de entidades financieras

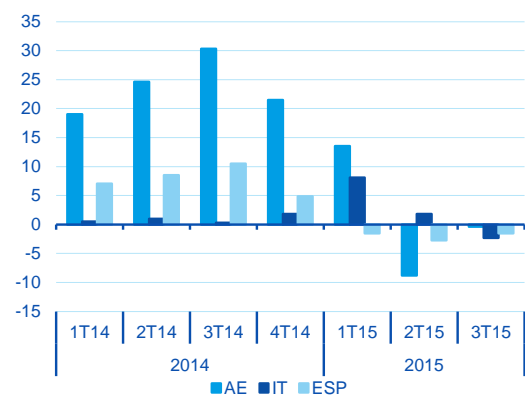
En septiembre, de acuerdo con los datos publicados por el BCE, las entidades financieras del área euro, en su mayoría, han adquirido bonos soberanos. Así, para el conjunto de la zona euro, las entidades financieras aumentaron sus tenencias de bonos soberanos en 5,8 mM de euros, al igual que en agosto, compensando la desacumulación de cartera de deuda pública de julio (27,7 mM de euros). Así, en promedio del tercer trimestre se han quedado prácticamente inalteradas. El aumento en septiembre ha venido principalmente por la por parte de entidades españolas que incrementaron sus tenencias en 4,7 mM de euros y por las francesas que lo hicieron en 2,2 mM de euros. Por su parte, las entidades italianas redujeron sus tenencias en septiembre en 3,7 mM de euros.

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



Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 19
Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras (promedio trimestral) (mM euros)



Fuente: BCE y BBVA Research

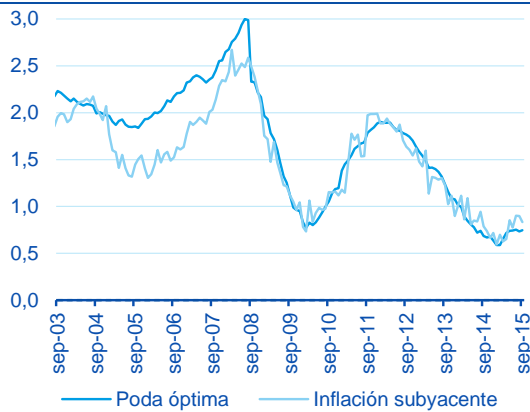
¿Están funcionando las medidas del BCE?

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.

Los datos más recientes de actividad apuntan a que la recuperación podría continuar avanzando a un ritmo sólido y relativamente estable en la segunda mitad del año, apoyada en la mejora de los factores domésticos y un impacto limitado de la desaceleración de la demanda global. Por un lado, los datos reales hasta agosto mostraron una cierta recuperación tanto de la producción industrial como de las ventas al por menor, en línea con nuestra previsión de una mayor contribución de la demanda doméstica al crecimiento, sobre todo del consumo privado. Por otro lado, los indicadores de confianza de octubre, tanto los PMIs como los de la Comisión Europea, mejoraron nuevamente. Las noticias positivas no vienen tanto de la fortaleza de los fundamentales domésticos (como muestran los componentes de confianza de servicios y de los consumidores), sino por el impacto limitado de los eventos recientes (desaceleración en China y emergentes) en la confianza de los agentes económicos y el aumento de los pedidos del exterior. El valor de las exportaciones en agosto cayeron por segundo mes consecutivo, pero esto podría responder en parte a una caída de sus precios— como el que se registró en junio y julio -, de manera que en términos reales las ventas al exterior podrían haber avanzado ligeramente en lo que va de tercer trimestre. Además, hay que destacar el buen comportamiento de las exportaciones destinadas a los países desarrollados, que suponen alrededor del 60% del total. En cualquier caso, dada la caída similar de las importaciones, no se espera que las exportaciones netas lastren significativamente el crecimiento en el tercer trimestre. El aumento de la producción de bienes de capital y consumo duradero hasta agosto respecto al trimestre anterior fue moderado, lo que apunta a que el rebote de la inversión continúa retrasándose, aunque el lastre del sector de la construcción podría haber desaparecido en el tercer trimestre. En la misma dirección apunta los datos de crédito en 3T15, con el de las empresas que no termina de despegar, y contrasta con las señales de mejora del destinado al consumo. Teniendo en cuenta toda esta información, el MICA-BBVA estima que el crecimiento del PIB de la zona euro se situaría alrededor del 0,4% t/t tanto en 3T15 como en 4T15, aunque la información para el último trimestre del año es todavía muy limitada.

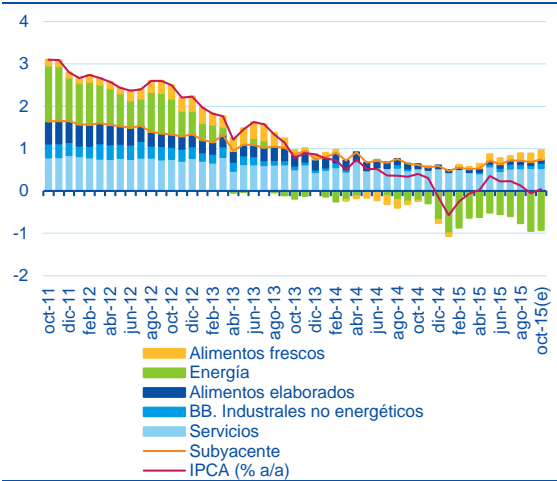
Respecto a los precios, la inflación general aumentó en 0,1pp hasta el 0% a/a en octubre, debido a cierta moderación en la caída de los precios de la energía, pero también al ligero aumento de la inflación subyacente en 0,1pp hasta el 0,9% a/a, en línea con lo esperado, lo que hace que se mantenga relativamente estable desde mediados de año. Por lo tanto, de momento no se observan señales de efectos de segunda ronda por la caída del precio del petróleo, que podrían haberse visto frenados por la mejora de la demanda interna y cierta traslación de la depreciación del euro durante el último año. Hacia adelante, nuestro escenario recoge un repunte de la inflación en noviembre y, sobre todo, en diciembre (alrededor del 0,8% a/a) debido a la desaparición de los efectos base de los precios de la energía (tras la intensa caída de finales de 2014) para alcanzar una media anual en torno al 0,1% en el conjunto de 2015. No obstante, la reciente evolución de los precios de las materias primas, en especial el petróleo, así como el tipo de cambio (sensible a las decisiones de otros bancos centrales) pone un sesgo a la baja en la evolución de la inflación en el corto plazo. Para 2016, seguimos esperando que la inflación registre una media anual del 1,1%, si bien aumentando progresivamente desde finales del año que viene para alcanzar tasas próximas al 2% en el segundo semestre de 2017. No obstante, la desaceleración de la demanda global puede frenar el aumento de los precios del petróleo incorporados en nuestro escenario (50 USD el barril a finales de 2015, 60 en 2016 y 66 en 2017), como apuntan los precios de los futuros del petróleo (49, 56 y 60 dólares a finales de 2015, 2016 y 2017, respectivamente) mientras que un posible retraso en el inicio de las subidas del tipo de interés de la Fed también podría resultar en un euro menos depreciado. Esto contribuiría a un menor aumento de los precios de los productos energéticos y unos menores precios importados que podrían retrasar la vuelta de la inflación al objetivo del BCE más allá del 2017.

Gráfico 20
UEM: inflación (% a/a)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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

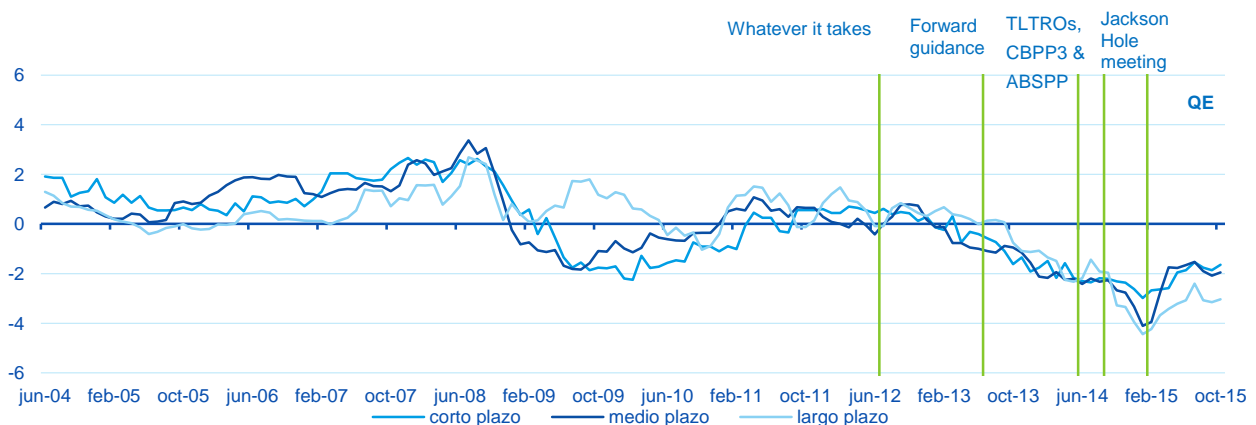


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

De acuerdo con nuestros indicadores compuestos que monitorizan la divergencia de la inflación respecto al objetivo a través de distintos indicadores (que abarcan medidas de inflación desde el dato corriente hasta expectativas a diez años), la inflación se ha estabilizado tras haber mostrado una divergencia en los últimos meses. Esta ligera reversión se ha producido en línea con el ajuste de los precios de materias primas (que han frenado su caída). A pesar de ello, la monitorización de su evolución es clave para evaluar las distintas medidas a aplicar en la más que probable, extensión del QE.

Por otro lado, las condiciones financieras en el último mes han continuado relajándose (debido a unos tipos de interés reales menores y a la depreciación del euro), respecto al endurecimiento que se produjo en los meses de verano. Por su parte, la transmisión de las medidas de política monetaria a la economía real, continúa traducándose en tipos de interés menores en las operaciones de crédito desde el segundo trimestre del año principalmente.

Gráfico 22
Indicadores compuestos para monitorizar la inflación*. Desviaciones estándar respecto a la media

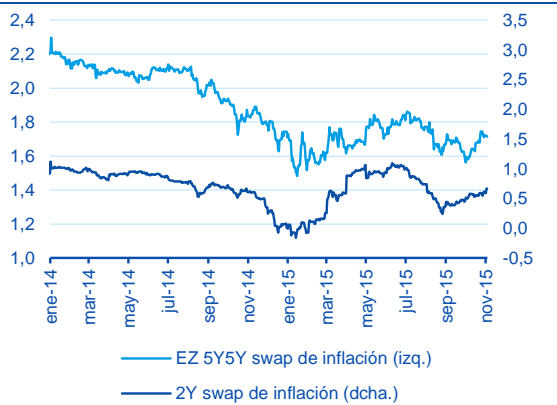


*Estos indicadores se construyen utilizando análisis de componentes principales. Para combinar estas diversas variables en cada subíndice, se calcula un Z-score para cada uno, y luego el primer componente principal de estos Z-score. Las variables incluidas en el corto plazo son: inflación general y subyacente y deflactor del PIB. En el medio plazo: previsiones de inflación del BCE a dos años vista, el swap de inflación a dos años y la inflación a dos años vista publicada por el *Survey of Professional Forecasters*. En el largo plazo: el swap de inflación a cinco años, la inflación a largo plazo publicada por el *Survey of Professional Forecasters* y el swap de inflación 5 años dentro de 5 años. Se publicará en la página web un observatorio económico explicando los indicadores.

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 23

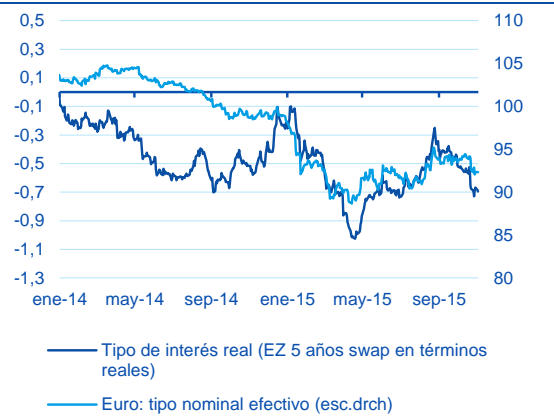
Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 24

Tensionamiento condiciones financieras



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Conclusión: el balance en el último mes de compras de bonos soberanos por parte del BCE continúa siendo positivo. En octubre, el banco central ha superado el objetivo mensual de compras (63,7 mM de euros), al igual que en el periodo entre mayo y julio, y que en septiembre. Este incremento de las compras, permite al BCE tener margen en los próximos meses (de cara a la menor liquidez a final de año), y por tanto, asegurarse alcanzar el objetivo mensual de 60 mM.

En la reunión de política monetaria celebrada el pasado 22 de octubre, ante un clima de mayor incertidumbre a nivel global, el BCE dejó claro que habrá más estímulos en diciembre. Es difícil prever en las próximas semanas un cambio en las perspectivas de inflación que le llevase a cambiar de opinión. Esperaremos a ver los detalles del debate, que se facilitarán en las actas de la reunión que se publicarán el 19 de noviembre. Este cambio de comunicación del BCE contrasta fuertemente con las declaraciones previas en las que los miembros del BCE manifestaban que no había que precipitarse. Y es particularmente llamativo teniendo en cuenta la estabilización de los mercados y también de las expectativas de inflación a más largo plazo. Aunque el BCE ha señalado que el menú de opciones está muy abierto y las expectativas que se han generado son altas, consideramos que una ampliación del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) podría ser una de las opciones más probables, dado el compromiso explícito del banco de mantener los tipos bajos durante más tiempo.

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.