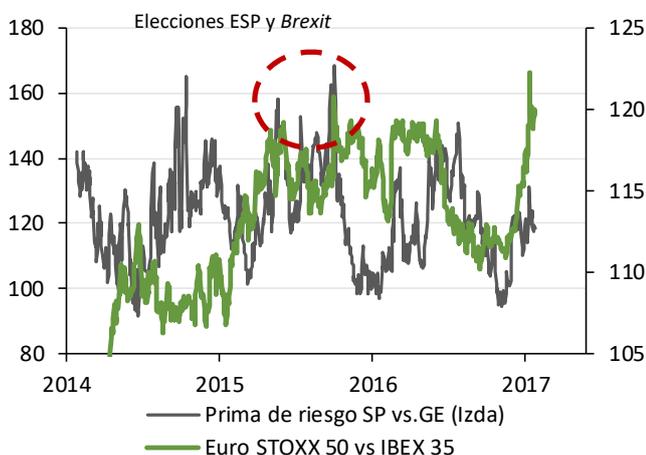


## Estrategia ante la DUI

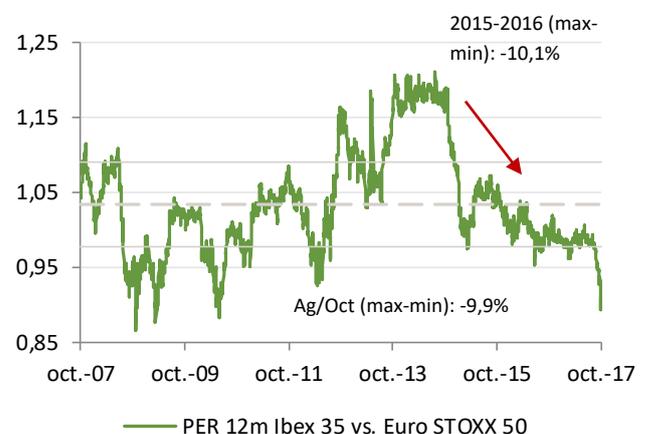
- **Se abren varios escenarios a partir de las declaraciones de Puigdemont esta tarde.** Es muy probable que declare la independencia de manera más o menos contundente, lo que pensamos provocaría caídas adicionales en los activos de riesgo españoles (moderadas si el discurso elegido es más simbólico).
- **La reacción del Gobierno de España también será relevante para el mercado.** Agradecerá una mayor contundencia que acote el desafío independentista. El PP está poniendo en juego su propia fortaleza, pero también su capacidad para poder aprobar los presupuestos de 2018 si la contundencia resulta excesiva.
- **El castigo sufrido hasta ahora por la renta variable española puede dar paso a una reacción al alza sostenida.** La moderación de las tensiones en Cataluña podría beneficiar sobre todo a los valores que han tenido un peor comportamiento relativo: endeudados, bancos, expuestos a la economía catalana y española –sobre todo turismo y vivienda.
- **Ante el riesgo de caídas adicionales, los mejores refugios serían los menos expuestos a España y Europa:** S&P 500, emergentes y DAX en Europa y, dentro de la bolsa española, valores de mediana capitalización con poca exposición nacional en sus ventas.

### Las primas están más contenidas que en 2015-2016...



Fuente: FactSet y MacroYield

### ... pero la renta variable está más castigada





## Índice

---

Estrategia ante la DUI (escenario y reacción de mercados).....	3
Impacto económico del desafío catalán .....	4
Impacto en los mercados del desafío catalán .....	6

## Estrategia ante la DUI

Esta tarde se reúne el pleno del Parlamento de Cataluña, en una **sesión de la que se espera una declaración unilateral de independencia**. Si bien consideramos que la probabilidad de que una independencia efectiva acabe haciéndose realidad en los próximos años es extremadamente baja, **su mera amenaza** y las dificultades sociales y económicas adicionales que aún pueden generarse en función de cómo discurra el proceso político implican **impactos potenciales relevantes sobre los mercados**. A continuación, estudiamos esos impactos y extraemos conclusiones para la estrategia. La principal es que la crisis catalana puede acabar siendo relativamente pronto una oportunidad de compra de los activos hasta ahora más castigados, pero también que esa oportunidad podría retrasarse de manera significativa, y el castigo prolongarse, en algunos de los escenarios más desfavorables (excluido el de la propia independencia).

### Cataluña: escenarios que se abren a partir de esta tarde

Gobierno Catalán (Puigdemont)	Reacción del Mercado y de Cataluña	Gobierno de España
<b>No declara la independencia (20% prob.)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Disturbios de los pro independentistas.</li> <li>Cataluña resultaría ingobernable sin CUP</li> <li> Mercados </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ofrece negociación y el problema se dilata. (15%)</li> <li>Se convocan nuevas elecciones.(5%)</li> </ul>
Puigdemont declara la independencia (80% prob.)	Consideramos la independencia efectiva prácticamente inviable por las siguientes causas:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Illegal y sin apoyo internacional</li> <li>Sin apoyo empresarial</li> <li>No suficiente apoyo de la población</li> <li>Sin control de infraestructuras</li> </ul>
<b>1) Independencia "suave" (40% prob)</b> (Efectiva a medio o largo plazo tras negociación y referendum pactado)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Disturbios de los pro independentistas.</li> <li> Mercados </li> <li>Mejora paulatina de los mercados dependiendo de la gestión posterior de la crisis.  (mejor 1.a que 1.b)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.a. Art.155 (25%) y nuevas elecciones en Cataluña</li> <li>1.b. Negociaciones (15%) que debilitarían al PP y posiblemente también al PSOE si no ha apoyado la activación del art.155..</li> </ul>
<b>2) Independencia "dura" (40% prob)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Salida de nuevas empresas de Cataluña</li> <li>Caos económico en Cataluña</li> <li> Mercados </li> <li>2. a. mejora paulatina en los Mdos. </li> <li>2.b. caída en los mercados se prolongaría. </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2.a. Art. 155 (35%) y nuevas elecciones en Cataluña</li> <li>2.b. Sin apoyo del resto de partidos, sobre todo del PSOE, PP decide no activar el art.155 y la incertidumbre se prolonga y contagia al Gobierno (5%)</li> </ul>

- Incertidumbre en el Gº de España durante todo el proceso: riesgo frente a la aprobación de los presupuestos 2018. Si hace gala de excesiva muestra de fuerza contra Cataluña podría perder el apoyo del PNV en las votaciones en el Parlamento.
- De momento nos parecen poco probables elecciones anticipadas en España pues Podemos está perdiendo apoyo y PSOE podría no sentirse todavía suficientemente preparado para acceder al Gobierno.

### Recomendaciones en los mercados de renta variable

<b>Alta tensión en Mdos</b> -40% de probabilidad: se recupera paulatinamente (35%); se prolonga (5%)	<b>Internacionales:</b> S&P 500 y emergentes (poca exposición a Europa) Europa: Refugio DAX alemán. <b>España:</b> Refugio: valores de pequeña capitalización, bajo endeudamiento y escasa exposición a España por ventas.
<b>Caídas en el corto plazo y recuperación paulatina posterior</b> (40% probabilidad).	Cautela inicial para aprovechar las caídas para acumular en renta variable española, que ya ha sufrido un buen castigo.
<b>Mdos al alza</b> tras el discurso de Puigdemont (20% prob.)	Los valores más perjudicados hasta ahora serían los más beneficiados (endeudados, banca, asociados a turismo y vivienda y con exposición en ESP).

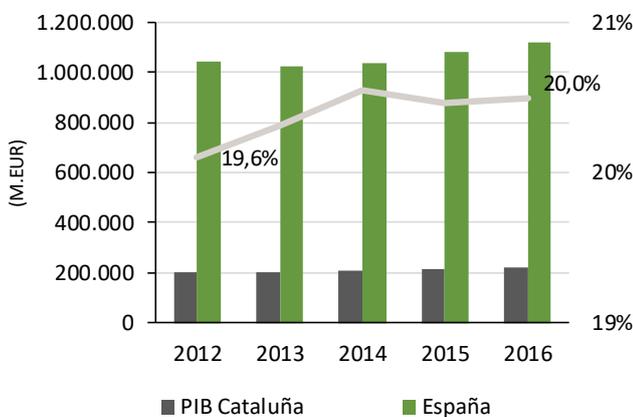
## Impacto económico del desafío catalán

**Cataluña supone un 20% del PIB español** y atrajo en 2016 cerca de un **21% de las inversiones extranjeras en España**. Ya en 2014, año de la “consulta independentista” del 9N, la tendencia al alza de las inversiones extranjeras que se había iniciado en 2013 en el conjunto del país se vio lastrada en Cataluña (-14% a/a vs. +16% a/a en España). En 2015 y parte de 2016 las inversiones extranjeras también ralentizaron su entrada tanto en España como en Cataluña por la inestabilidad política vivida en el país y por la posibilidad de que el partido Podemos pudiera alcanzar el poder en las elecciones de 2015/2016. En el 1S2017, el impacto independentista ya se ha notado, aunque muy ligeramente, en Cataluña, y todavía no en el conjunto de España (la inversión extranjera se ha incrementado un 20% a/a en Cataluña vs. + 33% a/a en España).

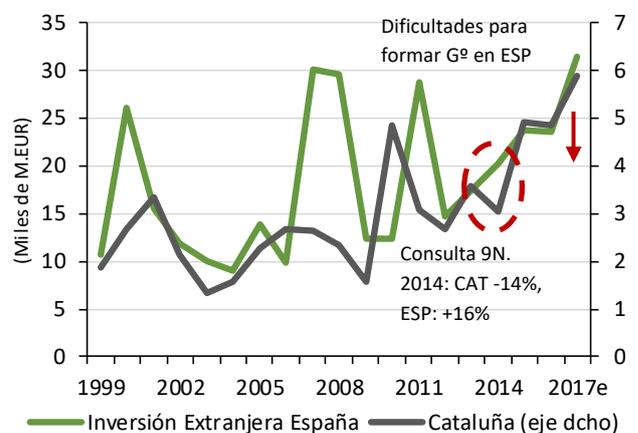
La incertidumbre política podría lastrar las inversiones extranjeras, en el momento en que se está repartiendo el pastel que podría dejar el *Brexit*.

Desde el 1-O la crisis independentista se está extendiendo al conjunto de España desde el punto de vista internacional. La pérdida de atractivo potencial de todo el país puede ser especialmente relevante en un momento en que el conjunto de Europa se están “repartiendo” los activos que Reino Unido pudiera perder como consecuencia del *Brexit*.

Cataluña supone un 20% del PIB español



Las inversiones extranjeras se verán lastradas...

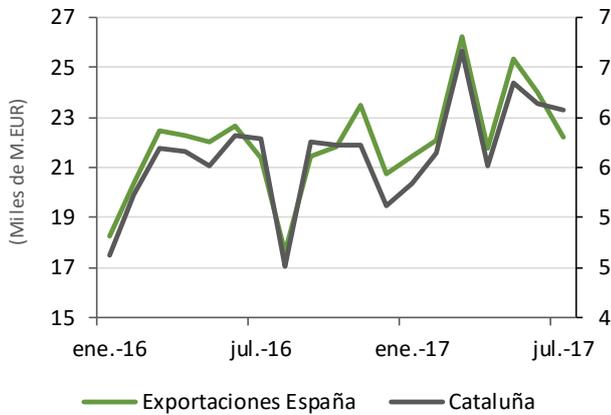


Fuente: Idescat, FactSet y MacroYield

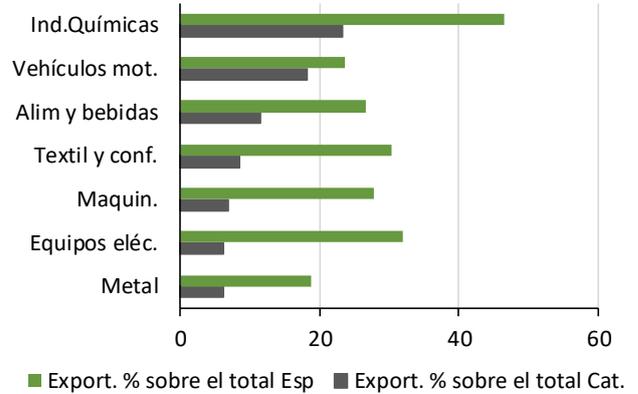
La inseguridad jurídica que podría producirse en Cataluña en un potencial proceso independentista (aunque no pudiera llevarse a efecto finalmente de manera efectiva), incluida la amenaza de una futura salida de Cataluña del euro, tendría consecuencias muy importantes también en las **exportaciones catalanas**, que suponen un **25% de las españolas**. Y es que no sólo se pondría en riesgo la inversión directa, sino que se produciría un claro efecto deslocalización. Los sectores que se verían más afectados serían **Químicas** (una de las empresas químicas más grandes en Cataluña es la alemana Basf) o **Autos** (la también alemana, Volkswagen).

El sector Químico y Autos serían los más castigados por la caída de las exportaciones.

## ...y también las exportaciones



## Químicas y Autos serán los más afectados



Fuente: Idescat y MacroYield

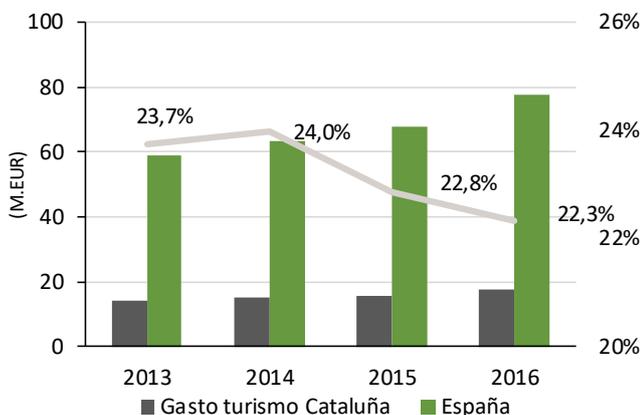
Otro sector que se está viendo afectado, es el sector **Turismo**, que supone algo más del **20% del total de España**. El impacto en el **sector hotelero** tendrá una doble vía: turismo, que evita zonas en conflicto, y viajes de negocios, que se ralentizarán por la menor actividad económica y por la progresiva deslocalización. Los hoteles en Cataluña, según datos del INE, han recogido en el último año (sept'16-Ag'17) un 19% del total de viajeros de España. Los valores más afectados serían **Meliá** (Exposición en ventas en España en 2016: 48,3%) y **NHH** (25%).

Al Turismo no le gustan las zonas en conflicto.

La importante **deuda catalana**, que supone cerca de un **27% del conjunto de la deuda de las Comunidades Autónomas**, se encuentra en su mayor parte, en manos del Estado español (68%) y de entidades financieras españolas (11%), por lo que la incertidumbre que una declaración de independencia puede acarrear, generaría un daño a la calificación de deuda española también. El impacto podría ser mayor ante la incertidumbre respecto a la posibilidad de que Cataluña asuma la parte que le corresponde proporcionalmente de la deuda española (unos 200.000 M.EUR).

La deuda catalana se encuentra en su mayor parte en manos del Estado español.

## El turismo se está viendo ya afectado



## El Estado español es el principal acreedor de Cataluña



Fuente: Idescat, Banco de España y MacroYield

Calificación de deuda España y Cataluña

Agencia	Deuda España			Deuda Cataluña		
S&P	BBB+	Positiva	Marzo 2017	B+	Negativa	Marzo 2016
Moody's	Baa2	Positiva	Febrero 2016	Ba3	Negativa	Mayo 2016
Fitch	BBB+	Positiva	Julio 2017	BB	Negativa	Octubre 2017

Fuente: FactSet y MacroYield

El **bono catalán** muy probablemente se mantendrá bajo la cobertura del Estado español, que además es su principal acreedor. Recientemente Moody's ha alertado sobre el riesgo de que Cataluña pierda su actual calificación por la previsible caída en la actividad económica en Cataluña. No obstante, no prevemos un tensionamiento relevante en la cotización del bono catalán en el medio plazo, precisamente por la cobertura que probablemente continúe aportando España a su deuda.

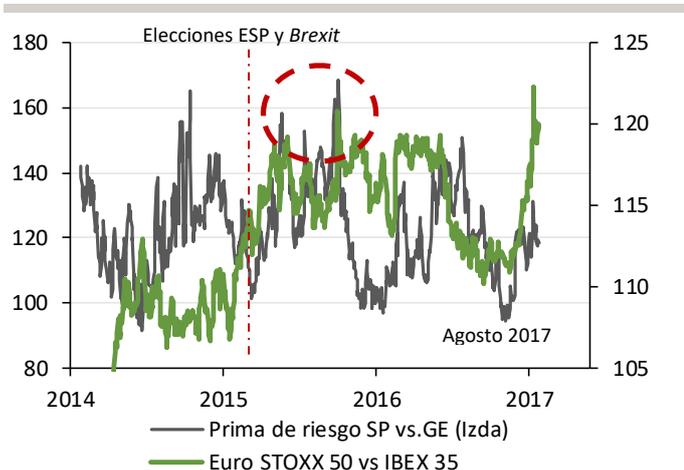
Impacto en los mercados del desafío catalán

Valores y sectores más afectados en la bolsa española

El impacto del desafío independentista no se ha dejado notar en la **prima de riesgo española** hasta bien entrado el verano y todavía no ha alcanzado las cotas que alcanzó en 2015-2016, ante la incertidumbre política generada en España de cara a las elecciones de diciembre de 2015 y junio 2016, donde las encuestas presentaban la posibilidad de que se pudiera formar una coalición de gobierno con el partido populista de izquierdas Podemos. Entonces, las cotas máximas alcanzaron alrededor de los 170pb; +50pb desde los niveles actuales y +40pb desde los máximos registrados en esta crisis.

La prima de riesgo se encuentra relativamente contenida hasta el momento.

La pr. riesgo se mantiene relativamente contenida



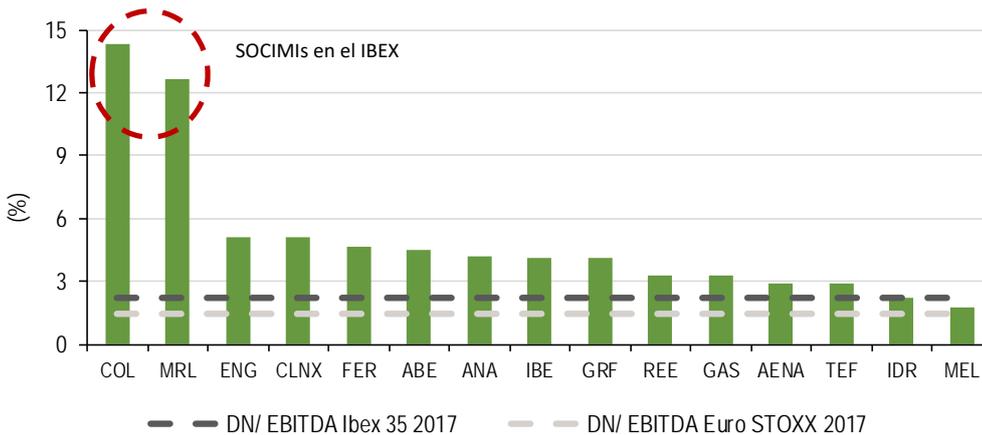
Los más endeudados son los más castigados



Fuente: FactSet y MacroYield (Valores más endeudados vs. menos endeudados: cogemos los 15 valores con mayor DN/EBITDA vs. 15 con menor. EX Banca)

La muy probable declaración de independencia por parte de Puigdemont esta tarde podría hacer repuntar en el corto plazo las primas de riesgo, perjudicando especialmente a los **valores más endeudados** (destacando las SOCIMIs), a la **banca y a las aseguradoras**, que hasta ahora han sido también los que más castigo han recibido. En una probable moderación de las tensiones posterior, estos valores serían los más beneficiados.

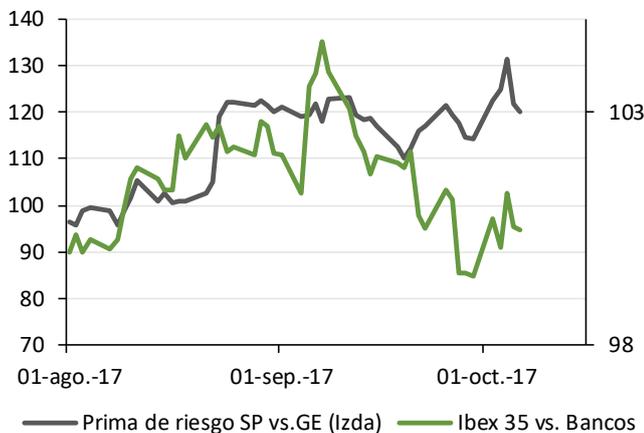
## Las SOCIMIs son las que cuentan con un mayor endeudamiento



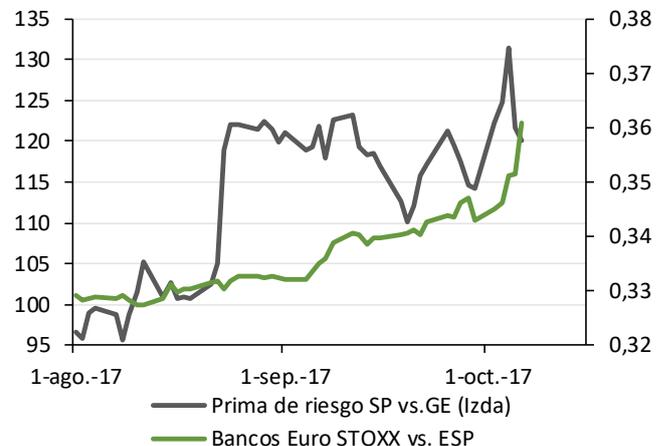
Fuente: FactSet y MacroYield

El **sector Bancos** no reaccionó al repunte de las primas de riesgo hasta el mismo 1 de octubre en su relativo frente al IBEX 35, aunque sí se ha visto claramente lastrada frente al resto de la banca europea desde agosto de este año. El cambio en la sede social de los bancos catalanes ha supuesto un alivio para los mercados, aunque se mantiene el riesgo respecto a los activos que dichos bancos mantienen en territorio catalán.

## El 1-O marcó la diferencia para la banca española



## Banca española vs. banca europea



Fuente: FactSet y MacroYield

Otros valores en el punto de mira de los mercados son los **valores con sede social en Cataluña** y los **asociados al turismo**, sobre todo aquellos con mayor exposición a España. Las **SOCIMIs** también se verán expuestas al riesgo de la inestabilidad, que podría reducir el crecimiento de las rentas, la tasa de ocupación, y la valoración de las propiedades en el mercado inmobiliario español y el catalán en particular.

### Otros valores expuestos a la crisis en Cataluña

Asociados a turismo	% ventas en España 2016	SOCIMIs en Ibex 35	% Acts en Cataluña	Sede en Cataluña (IBEX 35 y Med).	Han anunciado ya el cambio a otra región	
AENA	94,5	Colonial	10	Grifols	Colonial	La Caixa
IAG	16,1	Merlin	14	Almirall	Abertis	Sabadell
Meliá Hoteles	48,3			APPLUS	Celnex	Gas Natural
NHH	25,0			CatalanaOc		

Fuente: FactSet, propias compañías y MacroYield.

La **crisis política en Cataluña podría extenderse al Gobierno de España** que podría terminar debilitándose en función de la gestión que pueda realizar ante el desafío catalán. Este debilitamiento podría ser especialmente relevante considerando que están pendiente de aprobación los **presupuestos 2018**. En este contexto, los sectores que podrían verse más afectados son los más regulados y los más expuestos a la prima de riesgo.

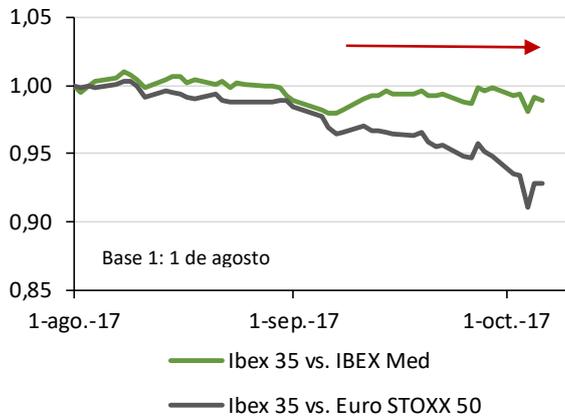
### Sectores que podrían estar más castigados ante un posible repunte de la incertidumbre política en España

Sectores más expuestos a la incertidumbre política nacional	Más perjudicada	Menos perjudicada
<b>Eléctrico:</b> Muy regulado y alta exposición al Mercado español.	<b>ELE:</b> muy expuesta a España	<b>IBE</b> (menos expuesta al Mercado español y más diversificada y expuesta a renovables)
<b>SOCIMIs:</b> Riesgo regulatorio. Fuerte impacto ante el riesgo de caídas en las inversiones del exterior y de la menor confianza.	<b>COL y MRL.</b> Las dos están muy expuestas. COL tiene su sede en Cataluña, y 10% de su cartera de explotación está en Cataluña, pero otro 74% en París. MRL tiene un 14% de sus activos en Cataluña y su exposición a España es prácticamente total	
<b>Construcción:</b> Sector también muy regulado. Aunque cuenta con escasa exposición al Mercado español.	<b>FCC</b> alta exposición en España y a las concesiones municipales	<b>FER:</b> menos expuesto a España
<b>Banca:</b> Muy expuesto a la prima de riesgo y a la actividad económica. Además, muy regulada. Mayor incertidumbre para la banca doméstica	<b>CaixaB o SAB,</b> mayor número de activos en Cataluña y alta exposición en Mercado nacional	<b>SAN o BBVA:</b> menor exposición en España

Fuente: FactSet y MacroYield

El peor comportamiento relativo del Ibex 35 frente al Euro STOXX 50 empezó a producirse a primeros de septiembre de 2017. Desde entonces, el comportamiento del selectivo español no ha sido muy diferente al del **Ibex Medium**, al contrario de lo que ocurrió en el anterior periodo de inestabilidad política (2015-2016). Esto es así principalmente por el cambio de composición del IBEX 35 y del IBEX Medium. En el IBEX 35 han entrado valores como Viscofán o Meliá Hoteles, que le aportan un mayor componente internacional, mientras que el **IBEX Medium ha tomado un perfil más nacional** con la entrada de Neinor Homes o Hispania.

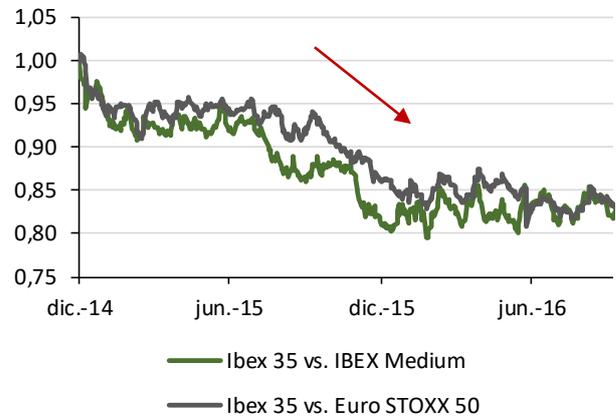
## Desafío independentista 1 de octubre 2017



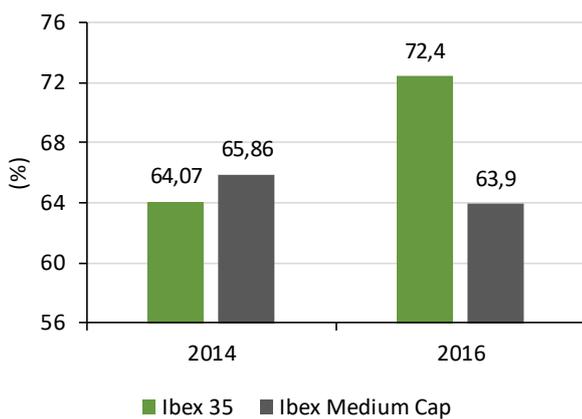
Fuente: FactSet y MacroYield

No obstante, pensamos que los valores medianos con menor exposición a España y menor endeudamiento son un buen refugio ante una posible escalada en la incertidumbre política española al estar más protegidos frente a posibles ventas de los fondos extranjeros y frente a las posiciones cortas. Entre otros, podemos destacar **Ebro Foods** (6% en España), **Prosegur** (24,1%), **CAF** (21,2%), o **Logista** (23,4%). Además, el IBEX Medium está cotizando en su relativo frente al IBEX 35 muy por debajo de su media histórica.

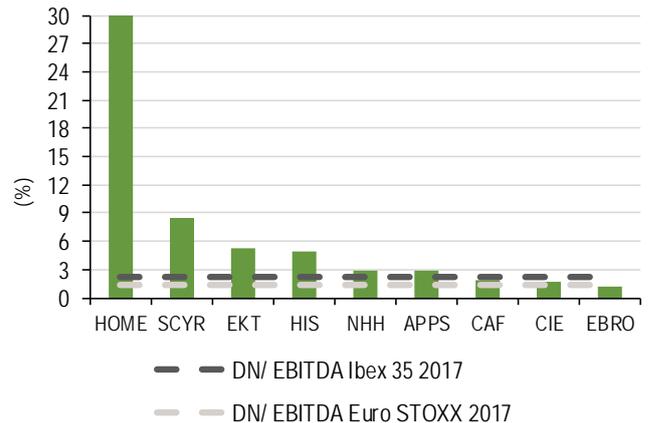
## Incertidumbre ante las elecciones generales (15-16)



## Exposición a España de las ventas



## Valores más endeudados en IBEX Med.



Fuente: FactSet y MacroYield

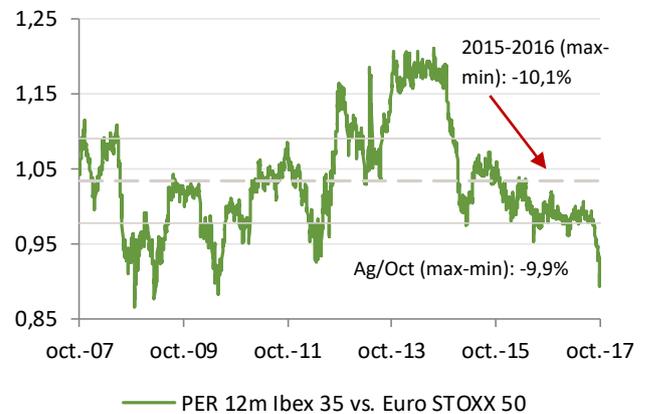
### Las valoraciones de la bolsa española han sufrido un duro castigo

La bolsa española ha sufrido un importante *derating* frente a los distintos índices europeos desde que los mercados empezaron a reaccionar a la crisis catalana. El **castigo recibido es incluso superior al que recibió en el periodo 2015-2016**, donde España se enfrentaba a la dificultad de formar un Gobierno estable y donde confluieron además los temores frente al *Brexit*. El castigo en las valoraciones está siendo mayor en las empresas medianas.

#### Las medianas están sufriendo más que las grandes



#### Las valoraciones recogen un escenario muy negativo



Fuente: FactSet y MacroYield

Tomando como referencia el mes de agosto de 2017, fecha en que los mercados comenzaron tímidamente a reflejar el temor al “desafío catalán”, observamos un importante *derating* relativo del PER del IBEX 35 frente a sus pares europeos, destacando su comportamiento frente al CAC o Euro STOXX, donde supera ampliamente el *derating* registrado en la crisis política generada en 2015-2016. El caso del MIB italiano en el periodo 2015-2016 fue especial, pues tanto su Gobierno como su banca también estaba sufriendo su propia crisis.

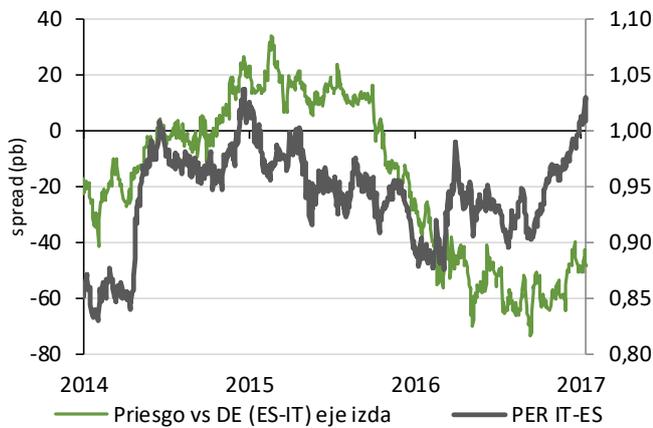
El *derating* en el PER12m del IBEX 35 frente a sus pares europeos ha ido más allá que el registrado en las elecciones 15-16

### Derating en los PER 12m del IBEX 35 y sus pares europeos

Derating en el PER 12m IBEX vs. pares	IBEX vs MIB	IBEX vs. PSI	IBEX vs. DAX	IBEX vs. CAC	IBEX vs. ES-TOXX	IBEX vs. ES-TOXX 50
Derating desde Agosto hasta 4 de oct. (min. IBEX 35)	-6,5%	-7,5%	-11,6%	-10,9%	-8,9%	-8,2%
Derating hasta ayer (9 de octubre)	-4,2%	-5,2%	-9,8%	-9,0%	-7,1%	-6,4%
Derating oct'15-jun'16 (elecciones y Brexit)	9,1%	-14,9%	-9,4%	-5,8%	-5,9%	-8,3%

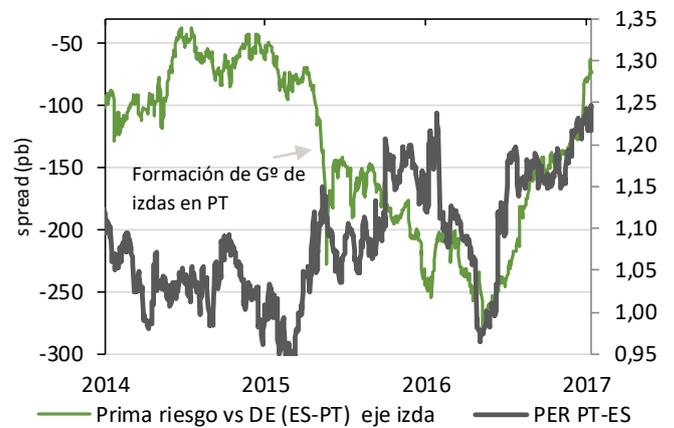
Fuente: FactSet y MacroYield

Prima de riesgo y PER 12m Italia y España

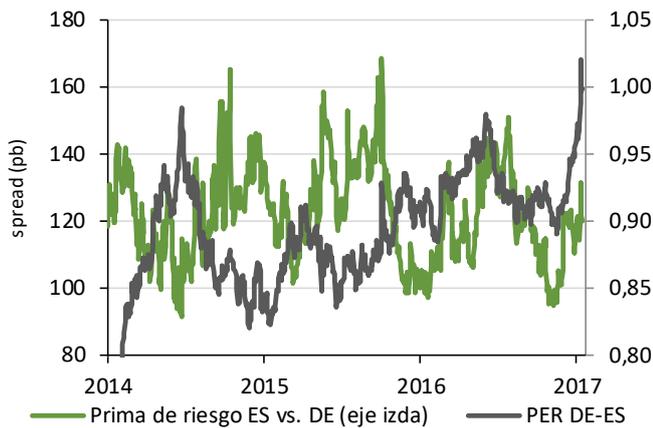


Fuente: FactSet y MacroYield

Prima de riesgo y PER 12m Portugal y España

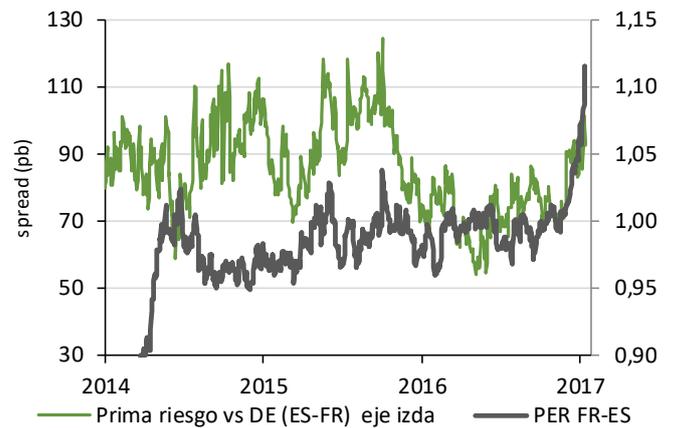


Prima de riesgo y PER 12m Alemania y España



Fuente: FactSet y MacroYield

Prima de riesgo y PER 12m Francia y España



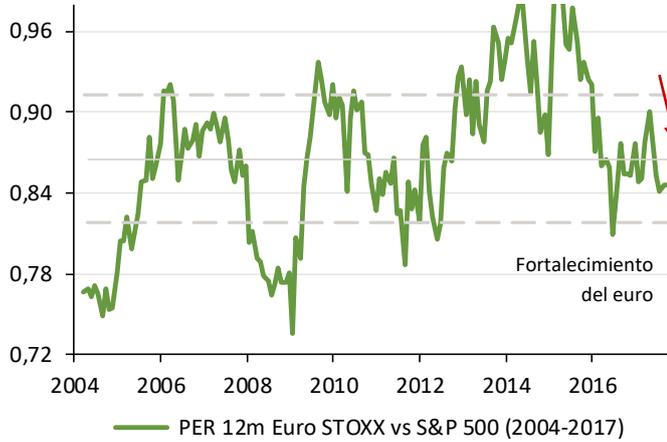
El fuerte castigo recibido por la bolsa española podría indicarnos que, una vez se moderen los temores en Cataluña, **la recuperación en la renta variable podría ser sostenida.**

Las bolsas europeas también se están viendo afectadas

Los **índices europeos** se están viendo afectados en relativo a otros índices internacionales por su exposición a España y también por el posible contagio de la incertidumbre política, pues un enconamiento del desafío independentista en España podría alentar a otros partidos nacionalistas europeos y recordarle al mercado que la crisis política en Europa todavía no ha terminado.

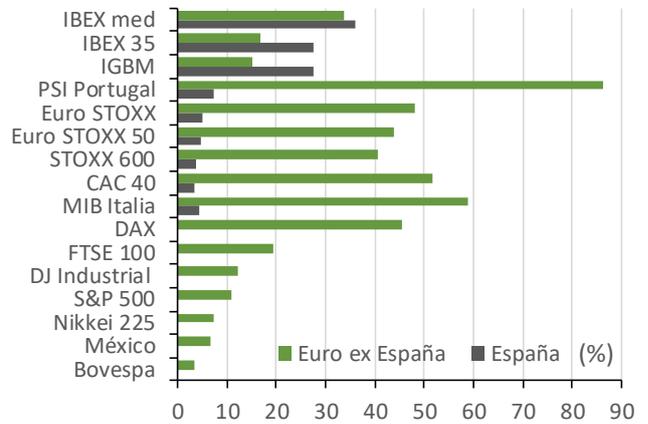
No obstante, el peor comportamiento relativo del Euro STOXX frente al S&P 500 viene produciéndose desde mayo y pensamos que está asociado principalmente al fortalecimiento del euro y no tanto a la crisis política en España.

## PER 12m relative Euro STOXX vs. S&P 500



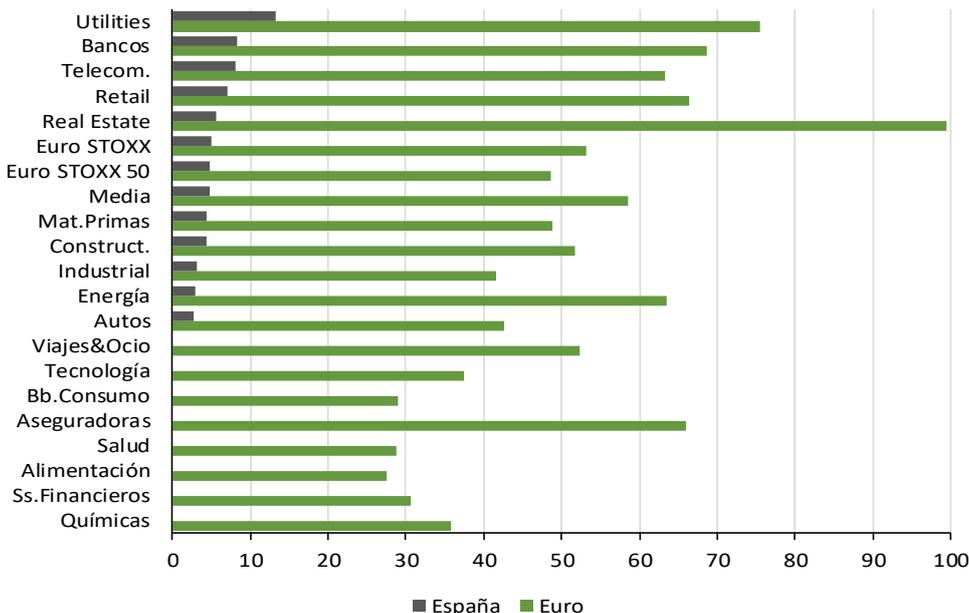
Fuente: FactSet y MacroYield

## Índ. internacionales: exposición a España y Europa



No todos los selectivos de los principales países europeos ni todos los sectores del Euro STOXX tienen la misma exposición a España. Si finalmente Puigdemont declara la independencia y reaviva la crisis catalana, en Europa, el **DAX podría funcionar como refugio** dentro de los índices europeos, por su menor exposición al índice español (cautela en Volkswagen, Basf o Siemens) y su sensibilidad negativa al euro, que podría debilitarse. En caso de que la crisis se prolongara, que no es nuestra principal apuesta, como ya ocurriera en la crisis del *Brexit*, el S&P 500 y los índices de economías emergentes podrían funcionar como refugio, por su menor exposición a Europa.

## Sectores Euro STOXX exposición a España y Europa (ventas)



Fuente: FactSet y MacroYield

## Información de contacto:

### Antonio Zamora

 antoniozamora@macroyield.com

 +34 619 815 000

 Paseo de la Castellana 127

### Patricia García

 patriciagarcia@macroyield.com

 +34 670 780 099

## Información importante y de su interés

MacroYield, S.L. es una empresa de análisis de estrategia de mercados financieros independiente, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid. Todas las recomendaciones de inversión siguen un proceso minucioso de análisis independiente, sin ningún tipo de motivación externa que pudiera influir en ellas, salvo, y exclusivamente, el interés de nuestros clientes.

Los análisis emitidos por MacroYield, S.L. están dirigidos exclusivamente a inversores institucionales que, tal como establece la Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros, son aquellos que tienen la experiencia y los conocimientos necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar los riesgos que asumen. Se consideran profesionales las entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros (entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva, fondos de pensiones e inversores institucionales en general), grandes empresas que cumplan determinados requisitos de fondos propios y volumen de negocio, gobiernos y organismos públicos. En principio, y salvo solicitud en contra, se presupone que un inversor profesional precisa un nivel de protección inferior al que la normativa establece para inversores particulares.

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de MacroYield, S.L. Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

### Sistema de recomendaciones:

Las opiniones y recomendaciones que podrá encontrar en este informe, reflejan la opinión personal, independiente y objetiva de cada uno de los analistas de MacroYield, S.L. en el momento de la emisión de este informe y están basadas en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y, en su caso, en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de MacroYield, S.L. La evolución posterior de alguna de las variables consideradas podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis, sin que exista un calendario de revisiones de dichas recomendaciones previsto en todos los casos. La remuneración de los analistas que han elaborado este informe no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.

El presente informe ha sido preparado por MacroYield, S.L., basado en información pública disponible y empleando información de fuentes consideradas fiables, pero MacroYield, S.L. no se hace responsable ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Este informe ha sido elaborado por MacroYield, S.L. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y no asume el compromiso de comunicar posibles cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso el presente informe contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso de inversión.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. MacroYield, S.L. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada o resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor, incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos. Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

**MacroYield, S.L. 2017.** Todos los derechos reservados.