

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Eurozona: ritmo de recuperación estable alrededor del 0,2% t/t

Unidad de Europa

Los datos publicados en las últimas semanas parecen mostrar una cierta estabilización en la recuperación de la economía de la eurozona a un ritmo anualizado de cerca del 1%. Las confianzas y los primeros indicadores reales de 4T14 son consistentes con un crecimiento moderado de la actividad, en línea con nuestro escenario, con un aumento de las exportaciones que está reflejando posiblemente la depreciación del euro. Entre los grandes países, Alemania, Francia y sobre todo España han mantenido el crecimiento a finales 2014, en contraste con Italia, que continúa estancada. Para principios de 2015 serán importante el diseño del más que probable programa de expansión cuantitativa del BCE y las negociaciones del nuevo gobierno griego con la troika tras las elecciones. Además, esperamos ver cómo los menores precios del petróleo se transforman en un impulso de la demanda doméstica a través de una mayor renta real. La tasa de inflación negativa inducida por los precios energéticos no se ha trasladado de momento a una desaceleración de la inflación subyacente y seguimos sin prever una auténtica deflación en la zona, aunque será clave ver cuáles son las expectativas de inflación tras las nuevas medidas previstas del BCE.

Eurozona: crecimiento moderado en 4T14

- Los indicadores de confianza han empeorado ligeramente a lo largo de 4T14. Mientras que el indicador PMI y el ESI de la Comisión Europea reflejan la fragilidad del sector manufacturero (Gráfico 5), las perspectivas del sector servicios son distintas: el indicador PMI ha experimentado una caída brusca a lo largo del trimestre y el ESI ha registrado un tímido cambio de tendencia positivo de la confianza en el sector. Por otro lado, la confianza de los hogares ha empeorado por segundo trimestre seguido, volviendo a niveles de principios de año.
- Pese a esto, el consumo podría volver a crecer, puesto que las ventas minoristas hasta noviembre continúan creciendo y mejoran sobre el promedio de 3T14 (Gráfico 6), al igual que las matriculaciones de coches. La producción industrial encadena tres meses consecutivos de ligera mejora y sigue apoyándose en el aumento de los pedidos manufactureros, tanto internos como externos, que también se refleja en un fuerte crecimiento de las exportaciones de bienes respecto a 3T14, gracias a un fuerte aumento de su nivel en septiembre que se ha mantenido en los dos meses siguientes (Gráfico 8), probablemente reflejando ya el efecto de la depreciación del euro.
- Incorporando los datos disponibles hasta el momento, nuestro modelo de previsión de corto plazo MICA-BBVA estima un crecimiento moderado de alrededor del 0,2% t/t en 4T14 (Gráfico 2), similar al del trimestre anterior y en línea con nuestro escenario base. Para el conjunto de 2014 este dato confirma la estimación de un crecimiento de 0,8%.
- En el mercado de trabajo, la tasa de desempleo se ha estabilizado alrededor del 11,5% (Gráfico 9), pero muestra dinámicas distintas entre países: mientras en Alemania se registra el mínimo histórico (5%), en Italia y Francia la tasa de paro se sitúa en máximos desde que inició la crisis y el desempleo juvenil sigue aumentando.
- La inflación en diciembre se ha reducido un -0,2% a/a, debido a la intensificación de la caída de los precios de los productos energéticos y de los alimentos frescos, mientras que la subyacente se ha estabilizado en el 0,7% a/a (Gráficos 11 y 12). Durante los próximos meses la inflación continuará en terreno negativo pudiendo intensificarse la caída en un par de décimas, o incluso algo más si persiste la

reciente caída del precio del petróleo, y empezará a acelerarse de forma muy lenta y gradual a partir del segundo trimestre de 2015.

Alemania: crecimiento moderado en 4T14

- La ligera mejora observada en los indicadores nacionales de confianza empresarial (Ifo y ZEW) a lo largo del cuarto trimestre se está reflejando en una mejora de los datos de actividad, con la producción industrial y las ventas minoristas creciendo por encima de la media de 3T14 (Gráficos 17 y 18).
- Las exportaciones de bienes también registran un leve aumento respecto al trimestre anterior, pero el incremento de las importaciones debería limitar la aportación del sector exterior al crecimiento.
- Como resultado, el crecimiento esperado en 4T14 es de 0,2% t/t (Gráfico 14). De hecho, la primera estimación del PIB anual para 2014 muestra un crecimiento de 1,5%, compatible con un 0.25% en el último trimestre si no se produjesen revisiones en los datos históricos.

Francia: el sector exterior sostiene la recuperación en 4T14

- En el cuarto trimestre, tanto los indicadores nacionales como los PMIs están por debajo de 3T14, mientras que el indicador ESI aumenta pero sigue por debajo de su media histórica, señalando especialmente la fragilidad del sector servicios (Gráficos 27 y 28).
- Mientras la producción industrial hasta noviembre cae respecto a 3T14 y las ventas minoristas aumentan sólo de forma marginal, se observa un fuerte crecimiento de las exportaciones (Gráfico 32) en paralelo a la caída de las importaciones.
- En conjunto, esperamos que el crecimiento en 4Q14 sea del 0,2% t/t.

Italia: la economía no despegua

- En 4T14 continúa la debilidad del sector industrial, como ya adelantaban los indicadores de confianza empresarial, con el PMI en territorio de contracción. Por otro lado, las ventas minoristas continúan prácticamente planas desde hace casi dos años, reflejando la poca propensión al consumo de los hogares.
- El desempleo en noviembre ha alcanzado su máximo histórico (13,4%) (Gráfico 45).
- También las exportaciones parecen haber perdido ímpetu en 4T14, por lo que esperamos un crecimiento ligeramente negativo en el cuarto trimestre (Gráfico 38).

España: aceleración a finales de 2014

- De cara al cierre del año, no se aprecian señales de agotamiento tras el crecimiento generalizado en 3T14: los indicadores de gasto en consumo y expectativas de los hogares señalan que el gasto real podría haber vuelto a aumentar con fuerza en 4T14, y la evolución de la confianza y la producción industrial adelantan un crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo (Gráfico 52).
- Pese a la debilidad de la demanda europea, los indicadores de expectativas y gasto apuntan a un incremento de las exportaciones de bienes y servicios no turísticos, si bien menor que el intenso repunte observado en el trimestre precedente.
- Los datos disponibles hasta el momento indican que el ritmo de expansión de la economía española se ha intensificado y el modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de 0,7% t/t en el último trimestre (Gráfico 50).

Eurozona

Contabilidad nacional: ligero crecimiento en 4T14, similar al de 3T14

La economía crece un 0,2% t/t en 3T14. Mejoran el consumo privado (+0,5% t/t) y público (+0,3% t/t) y se modera la caída de la inversión (-0,3% t/t, tras -1,2% t/t). La demanda externa neta contribuye negativamente al crecimiento (-0,2pp).

Gráfico 1
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

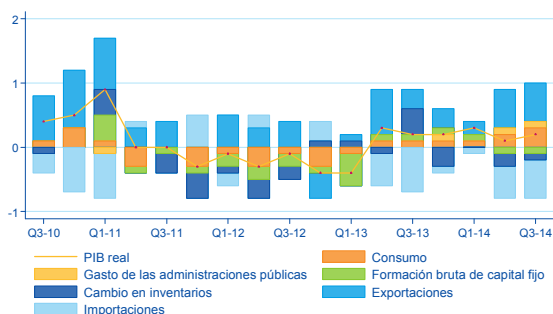
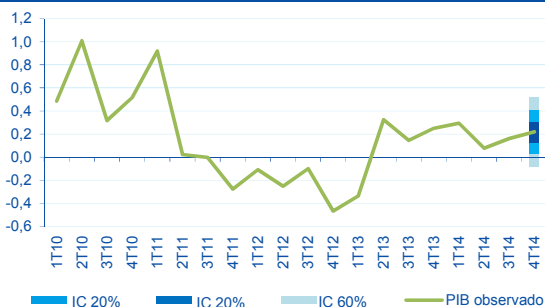


Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA*



Confianza: señales mixtas de PMIs y ESI

Los PMIs están dibujando una tendencia negativa en los últimos meses aunque registran una ligera mejora en diciembre, mientras el índice ESI parece señalar un pequeño avance de la confianza empresarial.

Gráfico 3
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

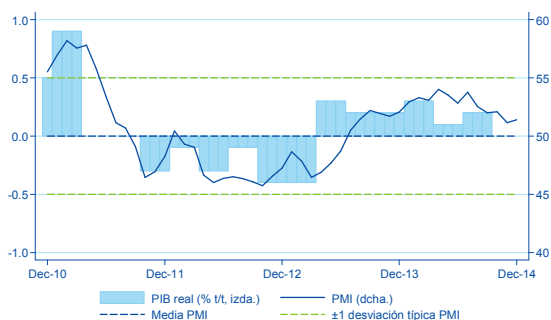
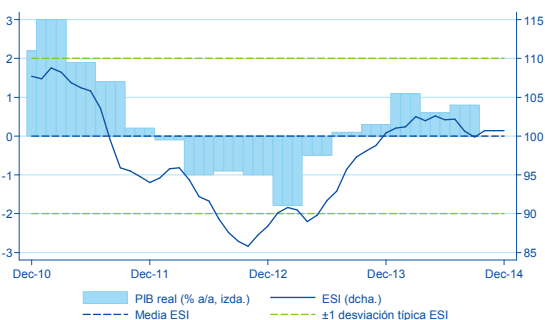


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a)**



Actividad: aumenta ligeramente la producción industrial

Con el dato de noviembre (+0,2% m/m), en lo que va de 4T14 el índice de producción industrial registra una pequeña mejora (+0,3%) comparado con el promedio de 3T14, mientras que las ventas minoristas aumentan un 0,5% (+0,5% m/m en noviembre)

Gráfico 5
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

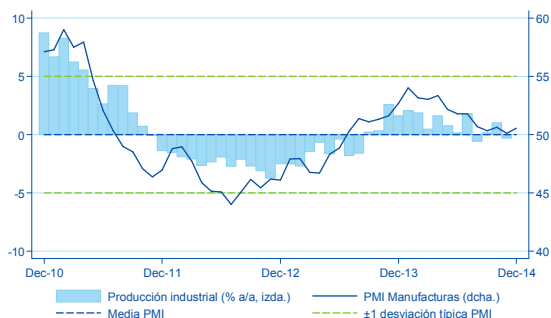
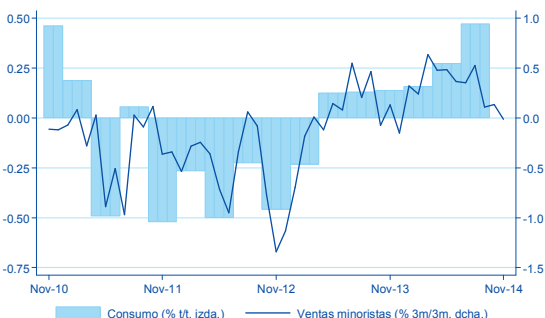


Gráfico 6
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuente: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: las exportaciones, muy por encima de 3T14

En noviembre, las exportaciones aumentan ligeramente (+0,2% m/m), y se mantienen netamente por encima del promedio de 3T14 (+2,9%). Las importaciones se mantienen invariadas en noviembre y caen un -0,4% sobre 3T14

Gráfico 7
Cuenta corriente (% del PIB)*

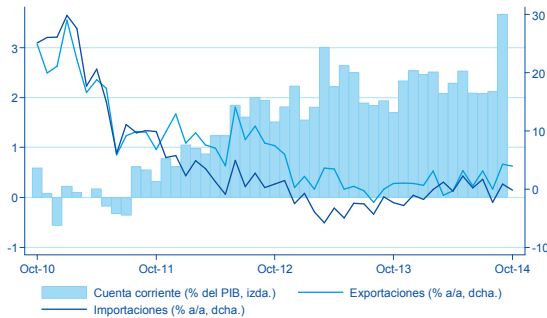
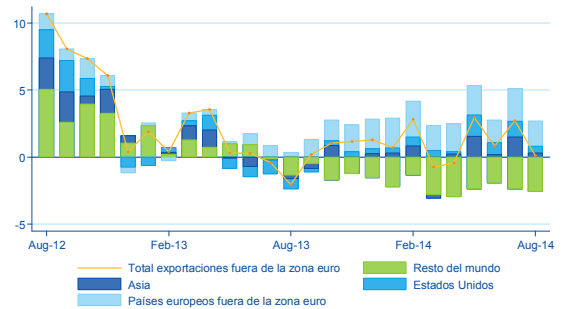


Gráfico 8
Exportaciones por destino (contribución al % a/a)



Mercado de trabajo: desempleo estable durante la mayoría de 2014

La tasa de desempleo se ha mantenido estable en los últimos meses (11,5%), aunque con grandes diferencias entre países. Los costes laborales en el sector empresarial han aumentado un 1,3% a/a en 3T14.

Gráfico 9
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

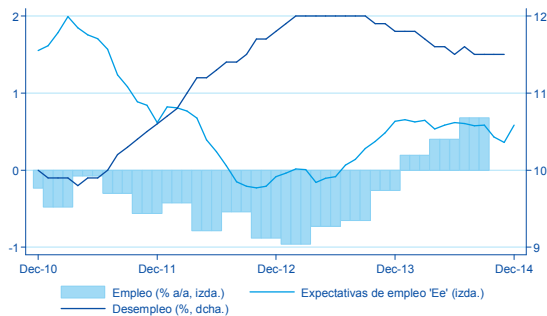
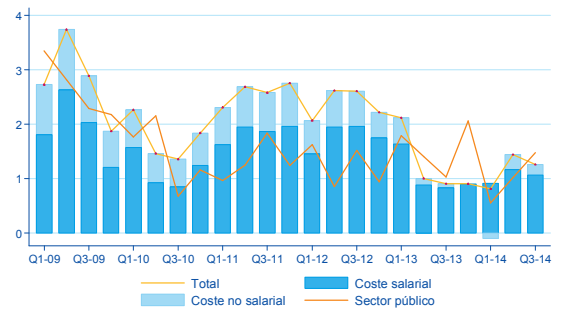


Gráfico 10
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: la inflación cae al -0,2% a/a en diciembre, y la subyacente se mantiene estable

La inflación en diciembre se ha reducido un -0,2% a/a, debido a la intensificación de la caída de los precios de los productos energéticos y de los alimentos frescos, mientras que la subyacente se ha estabilizado en el 0,7% a/a

Gráfico 11
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

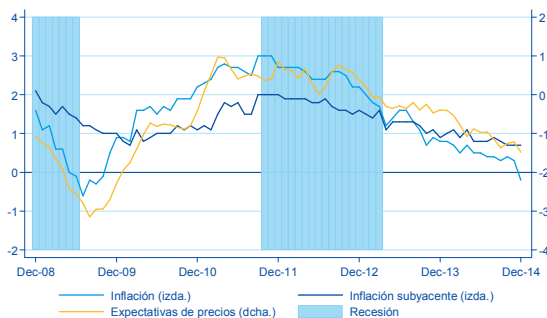
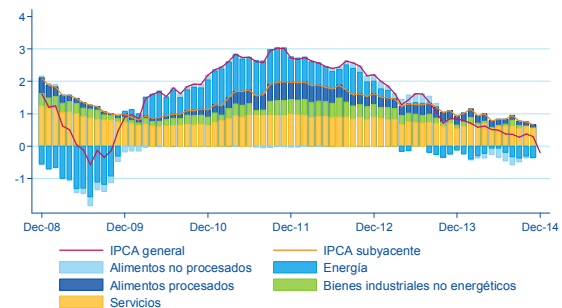


Gráfico 12
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Alemania

Contabilidad nacional: el crecimiento del PIB podría acelerarse ligeramente en 4T14

La demanda doméstica continuó drenando crecimiento en 3T14 debido a una nueva caída de la inversión. Sin embargo, eso fue compensado en parte por la robustez del consumo tanto privado (+0,7% t/t) como público (0,6% t/t). La contribución negativa de la demanda doméstica fue compensada por la contribución positiva de la demanda externa (+0,24pp)

Gráfico 13
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

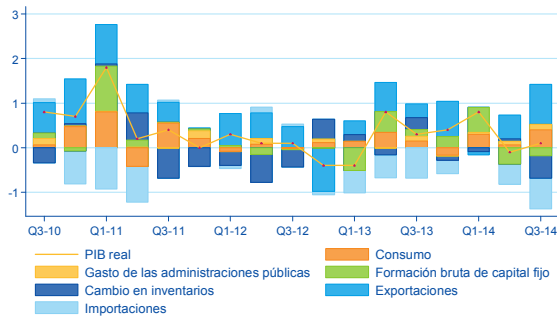
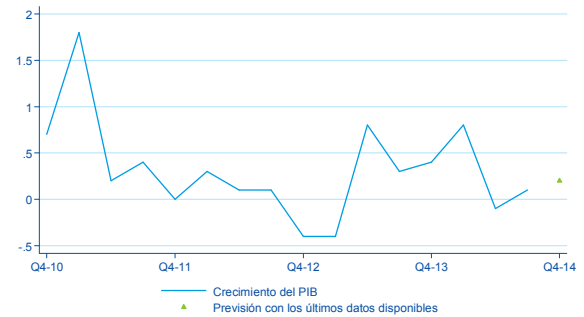


Gráfico 14
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: los indicadores han interrumpido su deterioro

En diciembre, el PMI compuesto se mantiene en territorio expansivo por la recuperación de las manufacturas; los indicadores nacionales (Ifo y ZEW) se estarían recuperando y el indicador ESI de la Comisión Europea había mostrado cierta estabilización.

Gráfico 15
PMI y crecimiento del PIB (% t/t)*

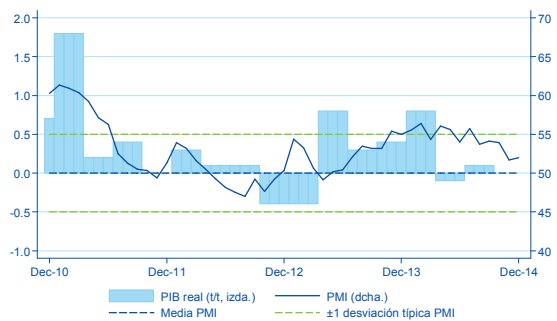
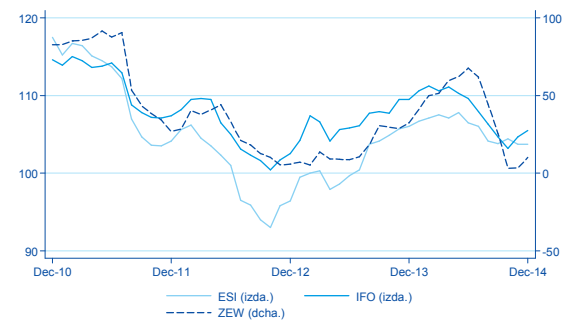


Gráfico 16
Indicador de confianza (ESI, Ifo y ZEW)*



Actividad: mejoran la producción industrial y las ventas minoristas

La producción industrial crece un 0,4% por encima de la media de 3T14 (-0,1% m/m en noviembre) y las ventas minoristas con el dato de noviembre crecen un +1,3% respecto al promedio de 3T14 (+1% m/m en noviembre).

Gráfico 17
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

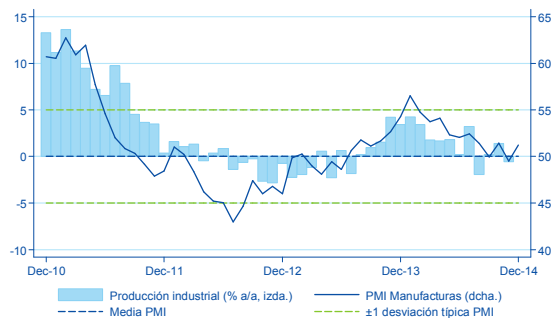
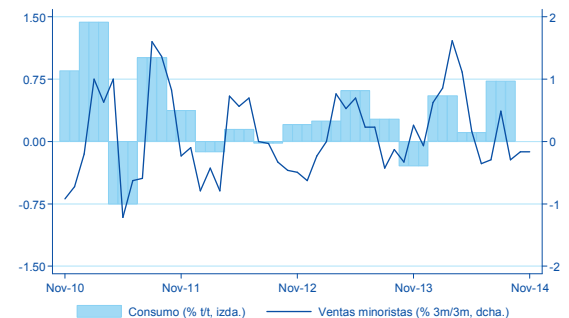


Gráfico 18
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: las exportaciones de bienes estables respecto al trimestre anterior

Las exportaciones han caído un -2,1% m/m en noviembre. Con este dato, se mantienen estables en lo que va de trimestre (+2,9% t/t en 3T14). Las importaciones han sorprendido con un +1,5% m/m. Comparado con el trimestre anterior, crecen ligeramente (+0,3%)

Gráfico 19
Cuenta corriente (% del PIB)*

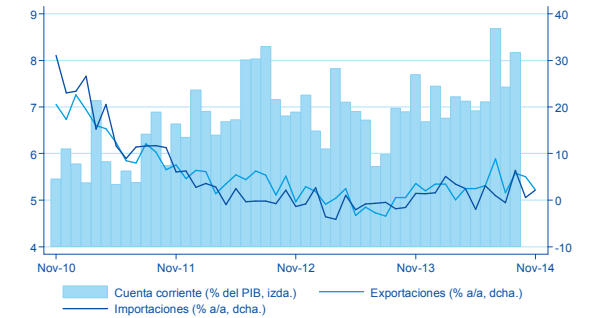
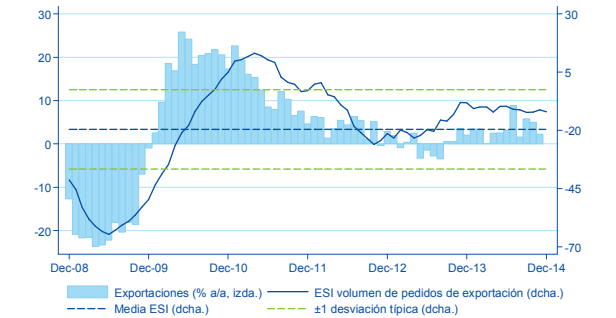


Gráfico 20
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: la tasa de desempleo sigue en mínimos históricos

La tasa de desempleo se mantiene en su mínimo histórico (5%) en noviembre, mientras que el crecimiento de los costes laborales se acelera hasta el 2,3% a/a en 3T14 tras un 1,9% a/a en 2T14.

Gráfico 21
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

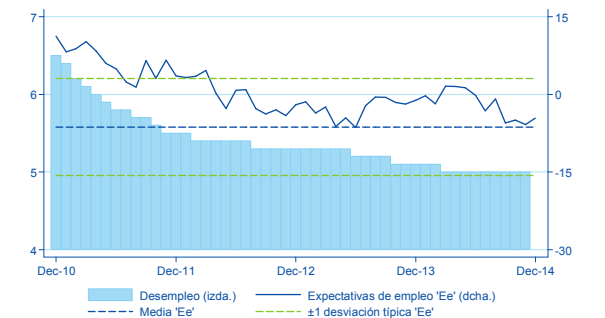
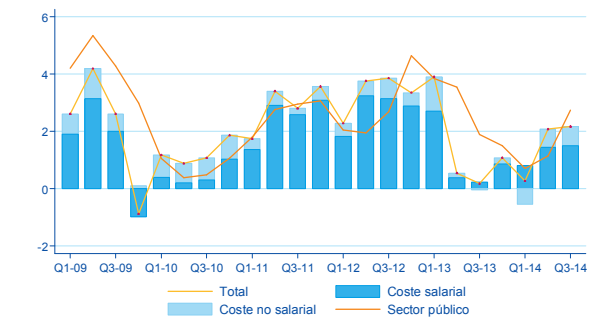


Gráfico 22
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: vuelve a moderarse la inflación en diciembre

La inflación armonizada de diciembre continúa su tendencia de moderación, al reducirse cuatro décimas hasta el +0,1% a/a. Detrás de este comportamiento está la fuerte caída de los precios de la energía (-6,6% a/a tras el -2,5% a/a de noviembre)

Gráfico 23
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

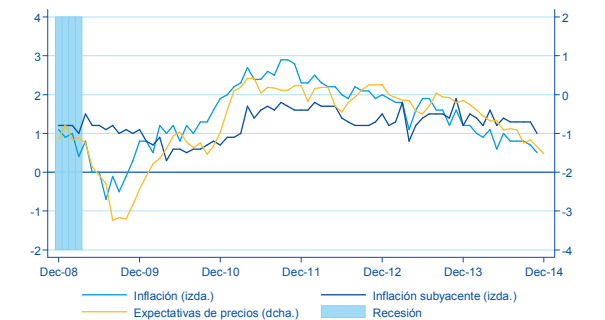
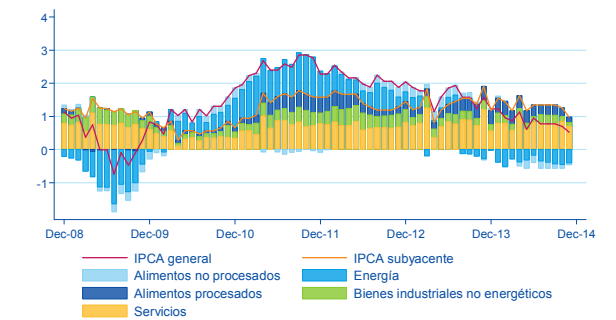


Gráfico 24
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Francia

Contabilidad nacional: el PIB creció más de lo esperado en 3T14

El PIB francés crece en 3T14 un 0,3% t/t, más de lo esperado. El consumo (privado y, en especial, público) mantiene su ritmo de crecimiento, mientras que la inversión frena su caída. Los inventarios contribuyen positivamente (+0,3pp.), y las exportaciones netas contribuyen negativamente, por el mayor crecimiento de las importaciones.

Gráfico 25
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

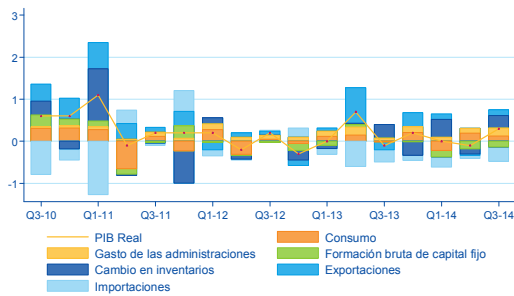
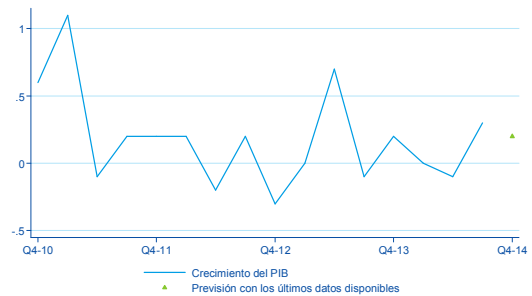


Gráfico 26
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: divergencias entre indicadores

El PMI compuesto empeora y sigue en territorio negativo en diciembre, mientras que la caída en confianza medida por la CE anula la mejora registrada en los tres meses anteriores y el INSEE señala una cierta estabilización. La descomposición del PMI evidencia, sobre todo, la debilidad del sector servicios.

Gráfico 27
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

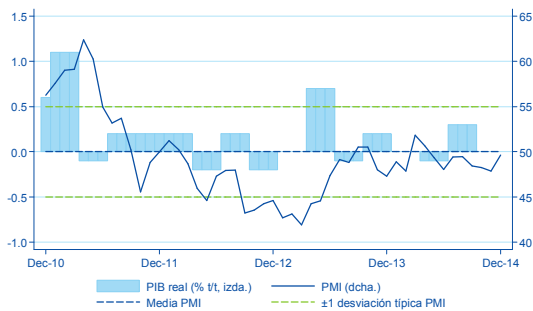
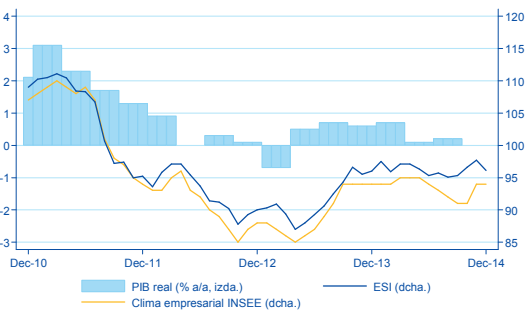


Gráfico 28
Indicador de confianza (ESI, y INSEE)*



Actividad: cae la producción industrial y mejoran las ventas minoristas en noviembre

La producción industrial (-0,3% m/m en noviembre) se reduce un -0,9% con respecto al promedio del trimestre anterior. La ventas minoristas (+0,8% m/m en noviembre), por el contrario, crecen un 0,1% sobre 3T14

Gráfico 29
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

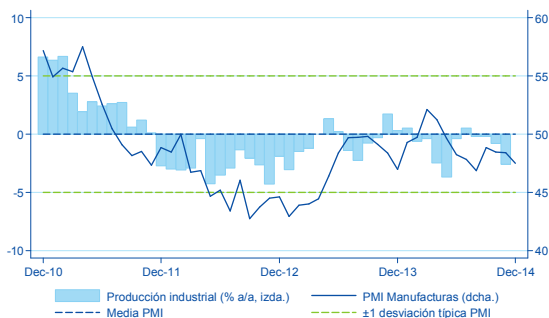
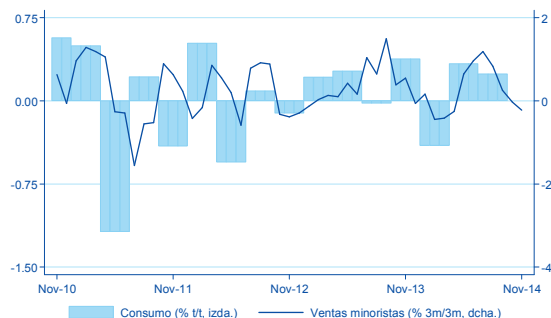


Gráfico 30
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: fuerte aumento de las exportaciones hasta noviembre

Las exportaciones crecen un +0,6% m/m en noviembre y un +1,9% sobre el promedio de 3T14 (+0,2% t/t). Las importaciones, por su parte, se reducen un -1,9% m/m en noviembre y un -1,1% sobre 3T14, cuando crecieron un +0,7% t/t

Gráfico 31
Cuenta corriente (% del PIB)*

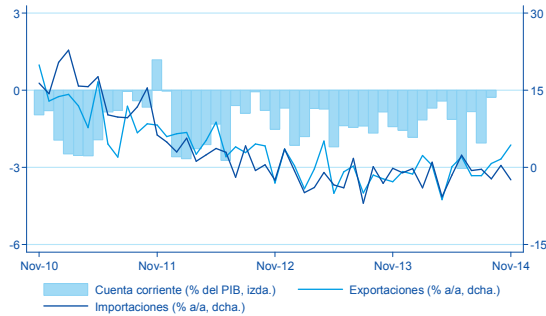
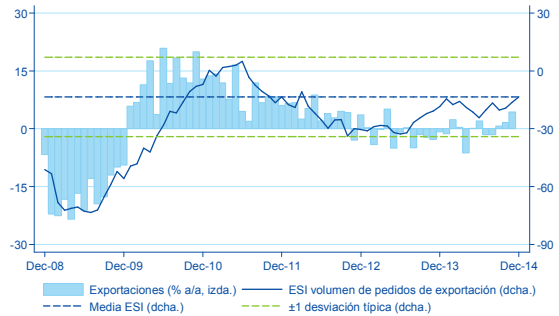


Gráfico 32
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: cierta estabilización en los últimos meses

La tasa de desempleo se estabilizó en torno al 10,3% desde verano, después de haberse incrementado 0,2pp aproximadamente por trimestre durante el año anterior. Mientras tanto los costes laborales han crecido un 0,5% a/a en 3T14.

Gráfico 33
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

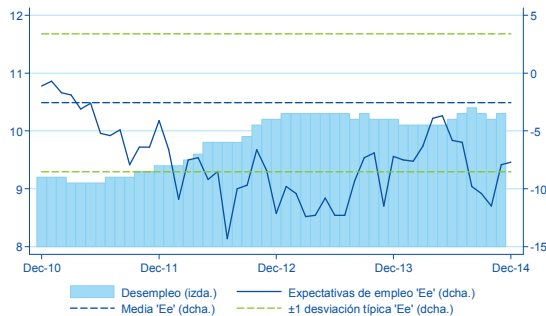
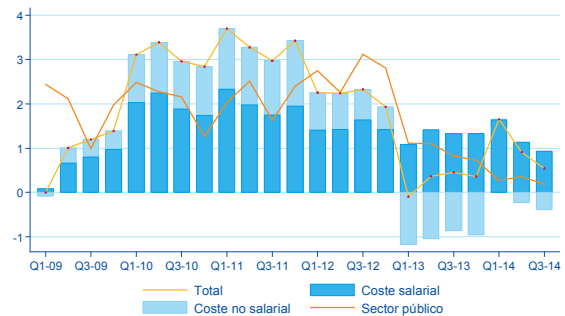


Gráfico 34
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: la inflación vuelve a desacelerarse en diciembre

La tasa de inflación se ha desacelerado 0,2pp en diciembre hasta +0,1% a/a. Se intensifica la caída de los precios de la energía, mientras que los precios de los servicios aumentan. Como consecuencia, la inflación subyacente se acelera hasta el +0,7% a/a

Gráfico 35
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

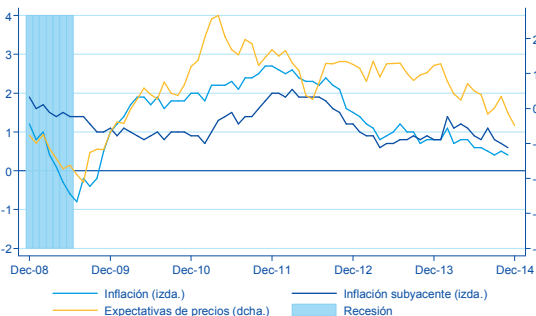
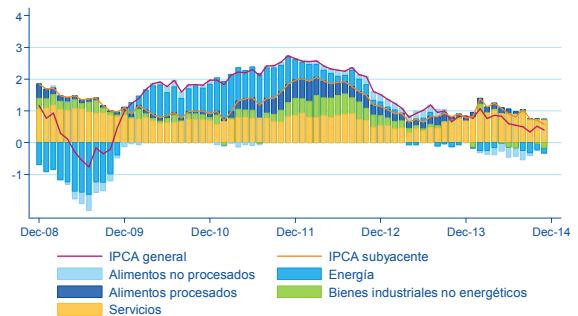


Gráfico 36
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Italia

Contabilidad nacional: el PIB se sigue contrayendo en 3T14 (-0,1% t/t)

El consumo privado ha crecido un +0,1% t/t, el consumo público se reduce un -0,3% t/t y la inversión vuelve a registrar una fuerte caída del -1,0% t/t tras el -0,9% t/t en el trimestre anterior. La demanda externa, sin embargo, contribuye positivamente (+0,1pp) al crecer las exportaciones un +0,2% t/t, mientras que las importaciones se reducen un -0,3% t/t

Gráfico 37
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

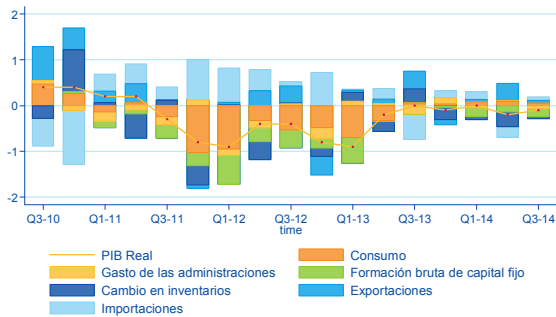
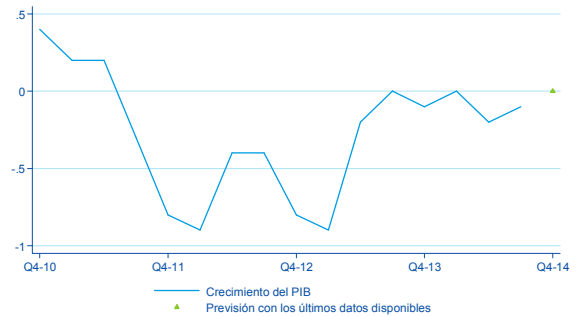


Gráfico 38
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: débiles los indicadores de confianza en diciembre

El PMI compuesto de diciembre ha vuelto a territorio negativo, el indicador de confianza de la CE ha mejorado ligeramente y el de ISTAT sigue estable en niveles bajos reflejando la debilidad de la economía italiana.

Gráfico 39
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

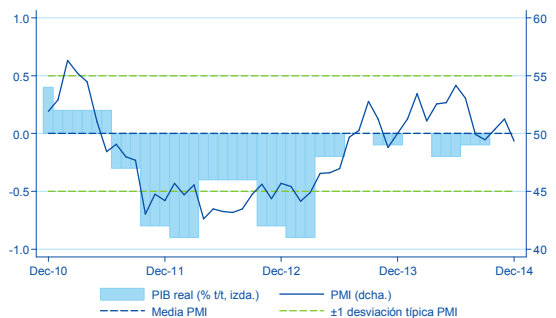
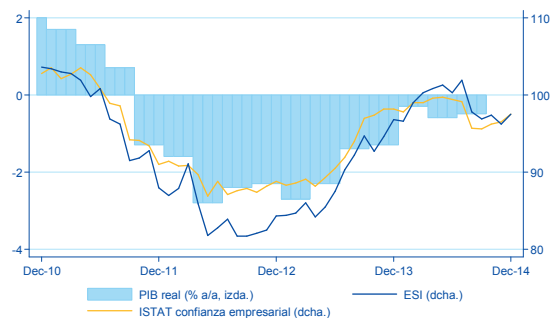


Gráfico 40
Indicador de confianza (ESI, y ISTAT)*



Actividad: el sector industrial y las ventas minoristas en línea con la débil coyuntura

La producción industrial ha aumentado un +0,3% m/m en noviembre, manteniéndose sin embargo un -0,4% por debajo del promedio de 3T14, cuando disminuyó un -1% t/t. Las ventas minoristas siguen sin despegar (0% m/m en octubre, -0,2% sobre 3T14).

Gráfico 41
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

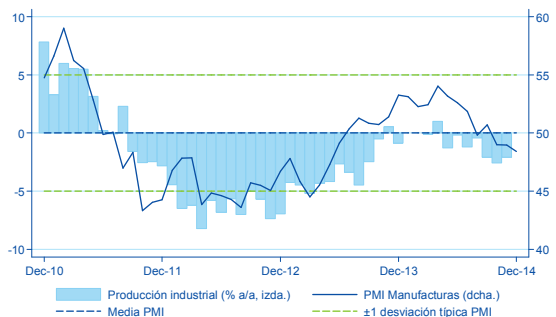
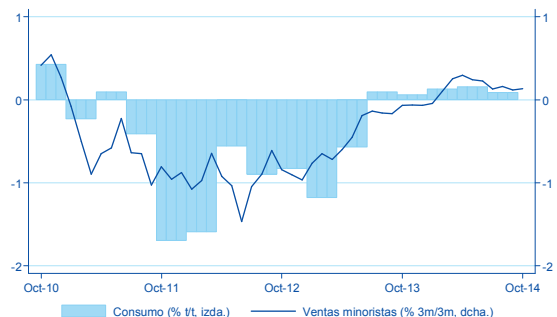


Gráfico 42
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: la balanza comercial mejora en octubre

Las exportaciones crecen en octubre un 0,4% m/m (+1,9% sobre la media de 3T14) y las importaciones caen un -0,9% m/m (+0,2% sobre 3T14). Los pedidos externos caen un 2,5% respecto a la media del tercer trimestre.

Gráfico 43
Cuenta corriente (% del PIB)*

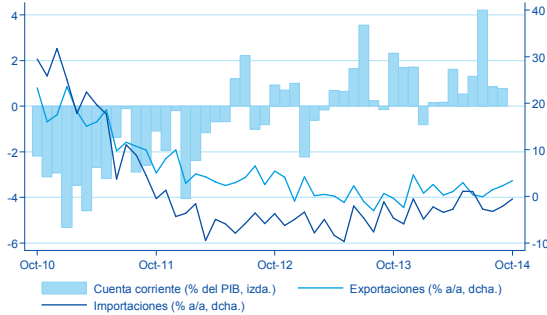
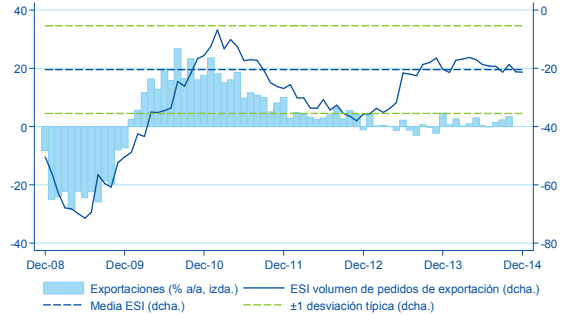


Gráfico 44
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: el desempleo sigue aumentando, y aumentan los costes laborales

La tasa de desempleo alcanza el peor dato histórico (13,4%), 0,9pp más que hace un año, y empeoran las expectativas de empleo. Los costes laborales aumentan un 0,4% a/a en 3T14, muy por debajo de la media europea (1,3% a/a).

Gráfico 45
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

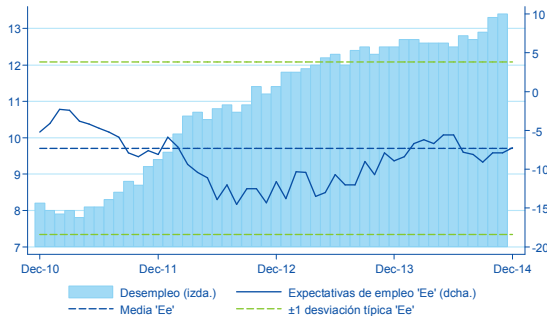
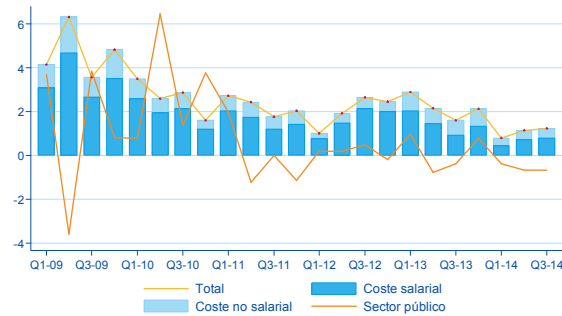


Gráfico 46
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: la inflación cae hasta el -0,1% a/a diciembre

La tasa de inflación se modera cuatro décimas y se sitúa en el -0,1% a/a, debido principalmente a una caída más marcada de los precios de los bienes energéticos. La inflación subyacente aumenta una décima hasta el +0,6% a/a en diciembre

Gráfico 47
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

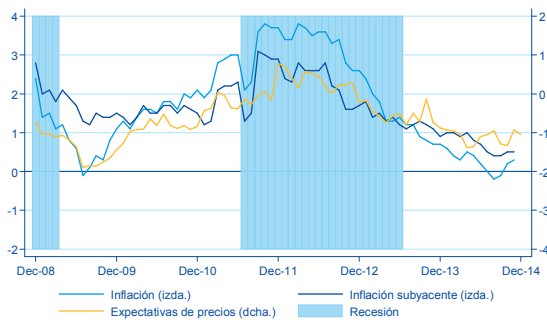
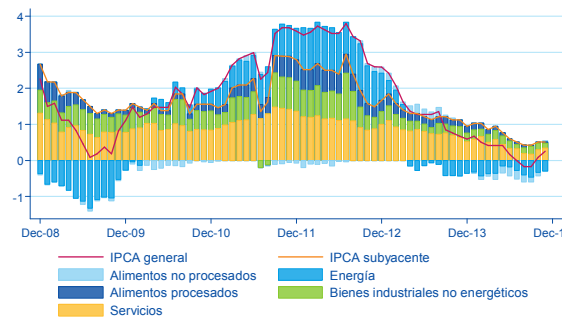


Gráfico 48
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

España

Contabilidad nacional: el crecimiento del PIB se afianza

El tercer trimestre del año se caracterizó por el crecimiento generalizado de la demanda agregada; volvió a destacar el sólido avance tanto del consumo de los hogares (0,8% t/t) como de la inversión en maquinaria y equipo (1,7% t/t)

Gráfico 49
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

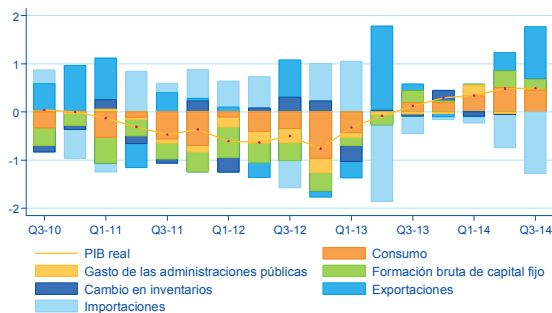
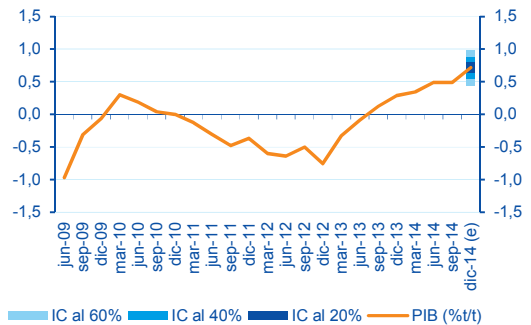


Gráfico 50
Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA*



Confianza: perspectivas favorables en el cuarto trimestre

A pesar de que las expectativas de los agentes volvieron a mostrar señales mixtas en diciembre, tanto la confianza industrial como la de los consumidores se situaron en niveles previos a la crisis

Gráfico 51
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

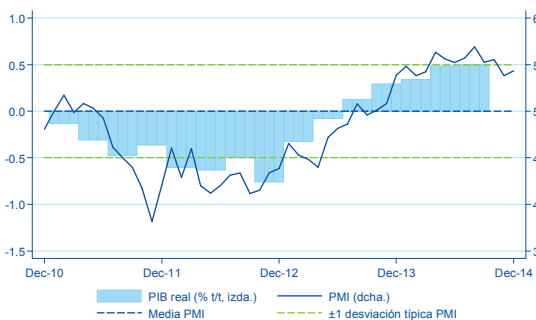
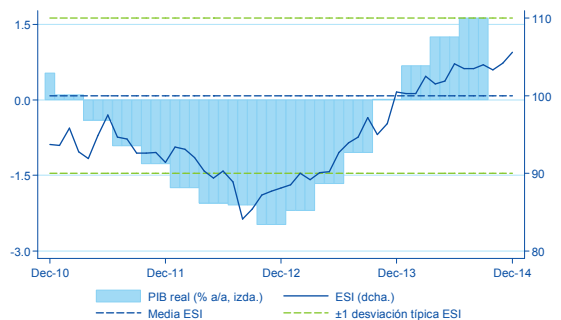


Gráfico 52
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) *



Actividad: la tendencia de la actividad sigue siendo positiva

En noviembre, el índice de producción industrial se reduce un -0,1% m/m pero mejora ligeramente la media de 3T14 (+0,1%) y el de ventas minoristas crece un 0,9% m/m, un 0,6% por encima de la media de 3T14.

Gráfico 53
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

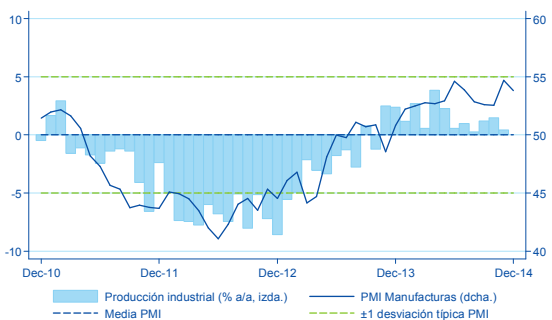
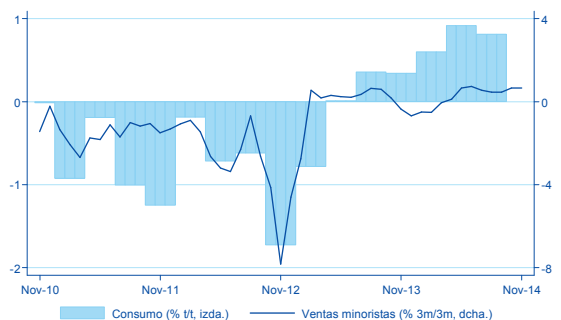


Gráfico 54
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: dinamismo de las importaciones a principios de 4T14

Las exportaciones de bienes caen con fuerza en octubre, pero se mantienen un 0,7% por encima del promedio de 3T14, mientras que las importaciones registran un descenso intermensual mínimo y un crecimiento del 2,4% respecto al trimestre anterior

Gráfico 55
Cuenta corriente (% del PIB)*

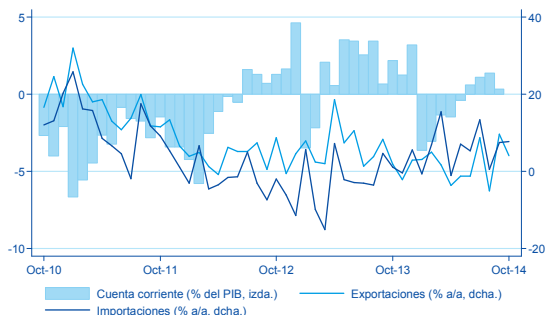
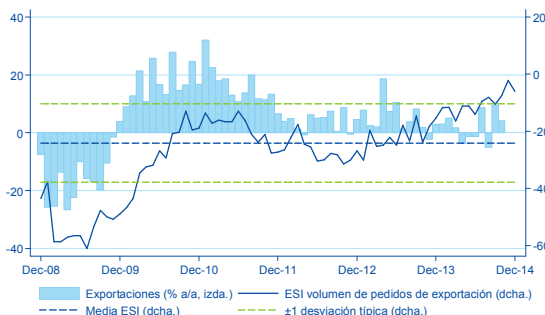


Gráfico 56
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: la mejora del mercado laboral se intensifica durante 4T14

La mejora del empleo en diciembre consolidó la evolución positiva del mercado laboral en 4T14: tanto el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social y la contratación, como la reducción del desempleo registrado, se han acelerado

Gráfico 57
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

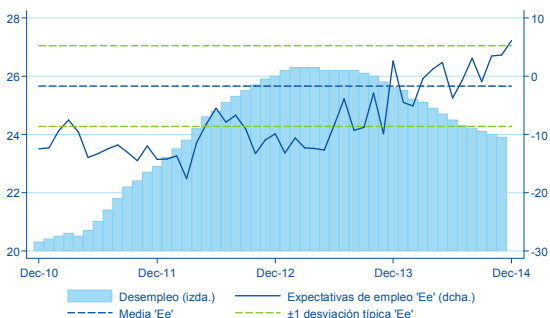
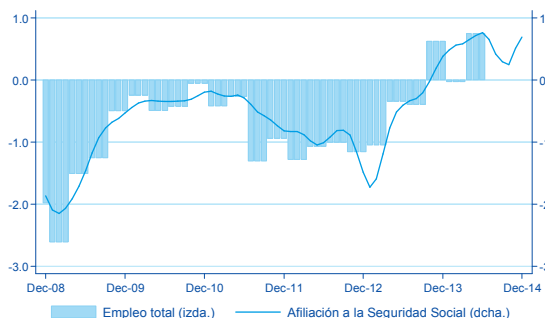


Gráfico 58
Crecimiento del empleo: N.A. y seguridad social (% t/t)*



Precios: la caída de la energía presiona a la inflación en diciembre

En diciembre, el descenso de los precios al consumo se debe principalmente a la caída de los precios de la energía. Por otro lado, la caída marginal de los precios subyacentes podría haberse estabilizado

Gráfico 59
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

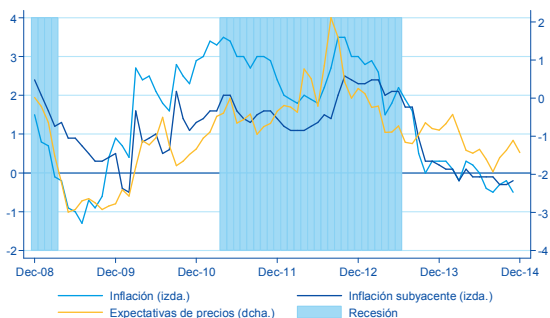
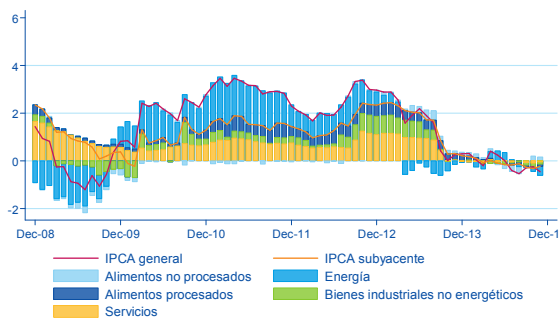


Gráfico 60
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

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.