

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO REGIONAL EN EL 2º TRIMESTRE DE 2015

## CC. AA.: la demanda interna y el turismo, tras la revisión al alza del crecimiento en 2015

Unidad de España

- Se revisan al alza las previsiones de crecimiento para 2015 de todas las comunidades autónomas, en línea con la revisión para el conjunto de España.<sup>1</sup>
- Las discrepancias se explican por el comportamiento diferencial de la demanda interna y de las exportaciones.
- El distinto impacto que tendrán la expectativa de recuperación en la UEM, la caída del precio del petróleo, la depreciación del euro, y el crecimiento de la demanda interna justifican la heterogeneidad en las previsiones por CC. AA.
- De cumplirse estas previsiones, en 2016 al menos cinco CC. AA. tendrán un PIB igual o superior al de antes del inicio de la crisis y siete lograrán recuperar el nivel de PIB per cápita.

### España: la mejora de los fundamentos respalda el repunte de la actividad

Los inicios de 2015 confirman que **la economía española sigue recuperándose apoyada en el dinamismo de la demanda interna y el crecimiento de las exportaciones en sectores clave (servicios y automoción)**. Respecto al gasto doméstico, los determinantes del consumo y la inversión reflejan un comportamiento algo más robusto de lo previsto en escenarios anteriores. A esto se ha añadido que **los riesgos geopolíticos que se apuntaban hace unos meses no se han materializado**, y además, que la relajación fiscal ha sido mayor a la esperada, lo que ha afectado positivamente a la actividad. Todos estos aspectos habrían tenido un **impacto diferenciado a nivel regional**, favoreciendo la expansión del producto en: i) las comunidades más dependientes del turismo, aquellas donde los fundamentales apoyan el crecimiento del consumo de los hogares o la recuperación de la actividad constructora; y ii) donde, la política fiscal ha servido de soporte a la demanda interna, ya sea por inversiones del Estado o por desviaciones del déficit autonómico respecto a las metas planteadas.

Hacia delante, **las claves del escenario se mantienen invariantes respecto a hace tres meses**. Los efectos diferenciales vendrán marcados por la capacidad de aprovechamiento del crecimiento externo (sobre todo en la UEM), por las mejoras en la competitividad de las empresas (disminución del precio del petróleo, depreciación del tipo de cambio y reducción de tipos de interés), además de por el viento de cola que supone el cambio de signo en las políticas fiscal y monetaria. En todo caso, los riesgos relacionados con eventos de carácter geopolítico se mantienen. Asimismo, otros factores como el estancamiento observado durante los últimos meses en las exportaciones de bienes, o la falta de medidas para continuar reduciendo los desequilibrios fiscales, podrían afectar al crecimiento. Por último, algunas políticas (principalmente, la monetaria) podrían estar teniendo un impacto mayor que el esperado, y explicarían en parte el mejor comportamiento de la actividad.

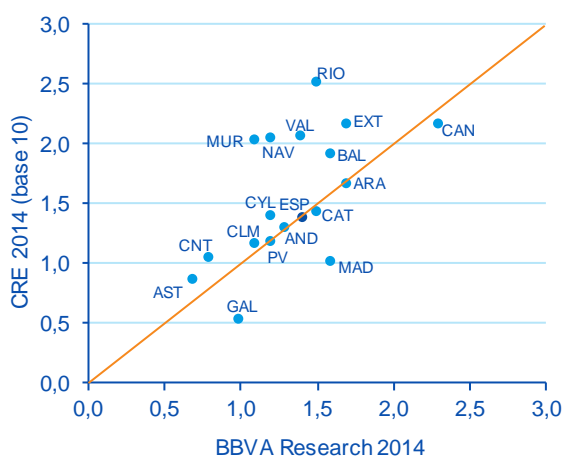
1: Para un mayor detalle sobre el escenario para la economía española y los motivos detrás de esta revisión, véase Situación España, Segundo Trimestre de 2015, disponible en <https://www.bbvaesearch.com/public-compuesta/situacion-espana-segundo-trimestre-de-2015/>

La información reciente apoya el escenario de aceleración de la actividad en todas las CC.AA.

Los datos de coyuntura que se han ido conociendo a lo largo de **los últimos tres meses confirman la aceleración esperada de la economía. Entre la información publicada destaca la primera estimación del crecimiento del PIB del año 2014** en la Contabilidad Regional de España (CRE), cuyos resultados estuvieron en general en línea con el escenario de BBVA Research (véase el Gráfico 1). Las excepciones las protagonizaron, por un lado, **Madrid y Galicia, con un crecimiento inferior al esperado** dado un mayor impacto del previsto de la caída de sus exportaciones sobre el sector industrial y sobre el PIB. En el otro extremo, **La Rioja, Navarra, Murcia, la Comunitat Valenciana y, en menor medida, Extremadura, tuvieron un mejor comportamiento del que se pronosticaba.** En las dos primeras, una industria dinámica (apoyada en el sector exterior) y la recuperación de la construcción residencial (desde niveles mínimos) actuaron como motores. En las mediterráneas, la relajación de la política fiscal, las exportaciones de bienes (energía en Murcia y automóvil en la C. Valenciana) y el turismo nacional contribuyeron a un mejor desempeño de lo previsto en 2014.

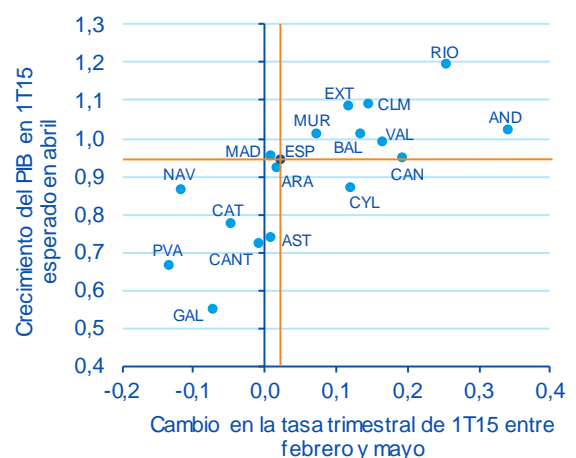
**Los inicios de 2015 no muestran grandes cambios respecto a la evolución observada en el año anterior.** Por ejemplo, en el País Vasco y en las regiones del noroeste sigue observándose un dinamismo claramente inferior al de las restantes (véase el Gráfico 2). La falta de impulsos diferenciales como el turismo y unas exportaciones de bienes que no consiguen despegar explican este relativo retraso en la recuperación. Igualmente, las comunidades insulares y las del Mediterráneo continúan obteniendo rendimientos de la mejora de los fundamentales para el sector turístico (menor precio del petróleo, depreciación del euro, mantenimiento de tensiones geopolíticas en competidores directos, etc), mientras que el impulso fiscal sostiene la actividad en niveles por encima del promedio en Extremadura. **Las excepciones a este escenario continuista las estarían protagonizando, por un lado, Andalucía, Madrid y Castilla-La Mancha,** donde la recuperación podría estar comenzando a tomar fuerza, y por otro, **Cataluña y Navarra,** donde aunque continúan observándose tasas de crecimiento significativas, el primer trimestre habría sido algo más débil que el final del año anterior.

Gráfico 1  
Previsiones de BBVA Research y crecimiento del PIB por CC.AA. en 2014 publicado en la CRE (%)



Fuente: BBVA Research e INE

Gráfico 2  
Crecimiento del PIB por CCAA en el 1er trimestre de 2015 estimado en enero y abril de 2015 (t/t, %)



Fuente: BBVA Research

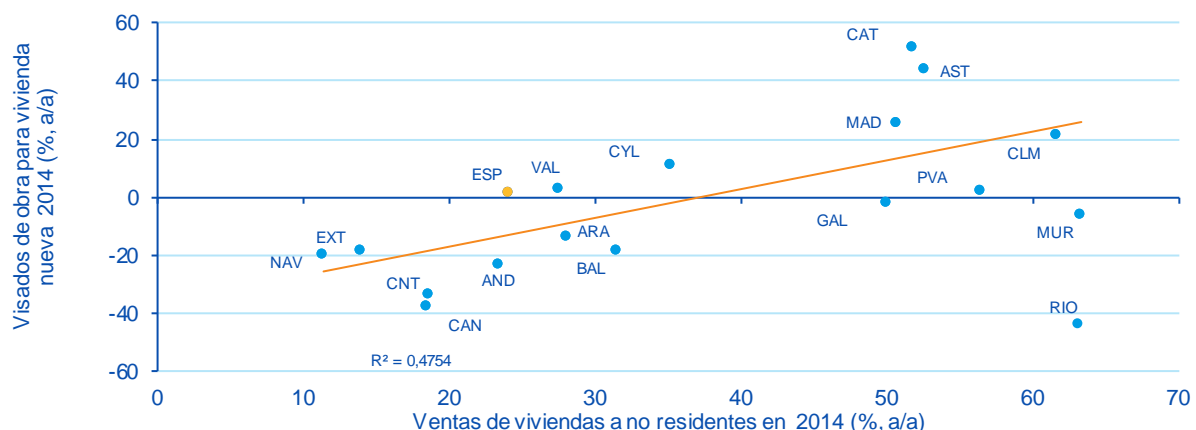
La recuperación de la demanda doméstica, apoyo para el comportamiento diferencial por CC.AA.

En los últimos seis meses, la señal que transmiten los diversos indicadores relacionados con el consumo privado (ventas minoristas, matriculaciones de turismos e importaciones de bienes de consumo) **es una recuperación en Illes Balears, Cantabria, Catalunya, la Comunitat Valenciana y Canarias, y un dinamismo realtivamente menor en Andalucía, Aragón, Asturias, las dos Castillas y Galicia.**

Por su parte, **la inversión continúa acelerándose, apoyada por la recuperación de la demanda (tanto interna como externa), y las mayores facilidades de financiación.** Pese a que los indicadores disponibles para analizar esta cuestión reflejan una elevada dispersión, la señal sigue **favoreciendo a Castilla y León y a la misma se suma Cataluña, mientras que Aragón o la Comunitat Valenciana experimentan un cierto agotamiento** tras los avances en trimestres anteriores. En cambio, las dificultades observadas en la cornisa cantábrica se mantienen, lo que tiene, a su vez, un mayor impacto sobre su economía dada la relevancia del sector industrial. En todo caso, entre enero y marzo de 2015 la industria comenzó a contribuir positivamente al incremento de la afiliación, y se convirtió en el sector más relevante en La Rioja, Navarra, Murcia, la Comunitat Valenciana y Castilla y León.

En lo referente a la **inversión residencial**, la recuperación de la actividad y de la confianza en Europa continúa dinamizando **la demanda** por parte de extranjeros, a la que se une la de residentes en España, lo que supone un impulso diferencial en las zonas de costa (véase el Gráfico 3). Asimismo, **la mejora del empleo empieza a despertar el interés por la primera residencia**, tras años de embalsamiento de la demanda. El **mayor efecto**, en este caso, se producirá en aquellos lugares en los que coinciden una mayor recuperación del empleo y una sobreoferta menor, **en las que la mejora de la demanda induce ya incrementos en los precios y en la actividad (Cataluña, Madrid, Comunitat Valenciana).** **En el lado del menor dinamismo se situarían las comunidades del Cantábrico.** El aumento de la actividad en este sector, además, se está notando también en el mercado laboral: es el segundo que más contribuyó a incrementar la afiliación a la Seguridad Social en el primer trimestre de 2015, solamente por detrás de la hostelería.

Gráfico 3  
Inversión residencial: ventas a no residentes y visados de obra nueva en 2014



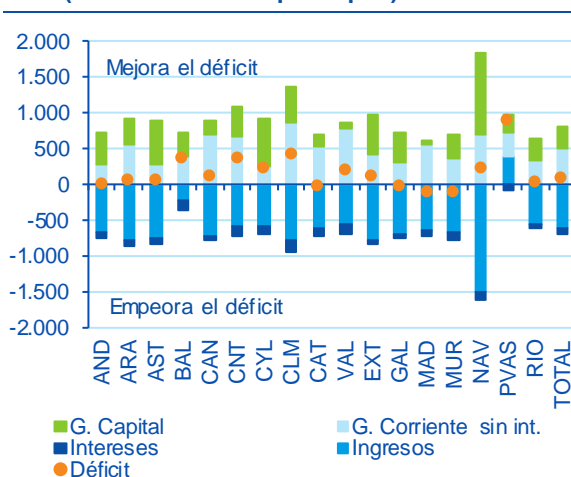
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Respecto a la contribución de la política fiscal a la demanda interna, **en 2014 se incumplió nuevamente el objetivo de déficit en la mayoría de las comunidades autónomas. En parte, ello fue consecuencia de la finalización del ajuste del gasto observado en años anteriores, pero también de un sistema de**

financiación que impide que las CC. AA. se beneficien en tiempo real del aumento en la recaudación consistente con la recuperación económica.

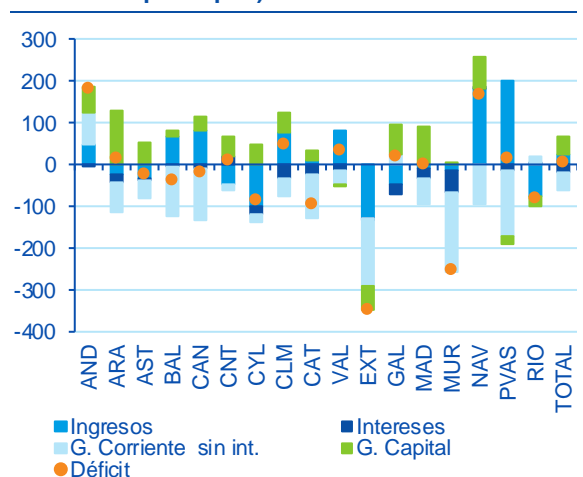
Entre 2009 y 2013, **los gobiernos regionales realizaron un ajuste importante del 13% del gasto real per cápita que permitió más que compensar la disminución de los ingresos** y reducir los desequilibrios en las cuentas autonómicas (véase el Gráfico 4). En cambio, **en 2014 el comportamiento fue muy distinto ya que se observó un punto de inflexión en el gasto** (véase el Gráfico 5), donde destaca particularmente el aumento impulsado por los gobiernos autonómicos de Murcia, Extremadura, Canarias, Baleares, Cataluña, País Vasco y, en menor medida, de la Comunitat Valenciana. En el caso de País Vasco o Canarias, la evolución de los ingresos ha permitido cumplir con los objetivos de déficit. Sin embargo, en el resto de estas comunidades, las particularidades del sistema de financiación han impedido compensar en parte la mayor laxitud del gasto, precisamente en varias de las regiones donde los desequilibrios de déficit y deuda se mantienen elevados. Dado el incremento que se esperaba en las transferencias del Estado durante 2015, lo que habrían hecho estas comunidades habría sido trasladar crecimiento desde el futuro hacia el presente. Por lo tanto, esto limitará aún más la capacidad de actuación de las finanzas autonómicas de estas regiones durante los siguientes trimestres, en ausencia de cambios en el sistema de financiación.

Gráfico 4  
Contribución al ajuste del déficit entre 2009 y 2013 (euros constantes per cápita)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas

Gráfico 5  
Contribución al ajuste del déficit en 2014 (euros constantes per cápita)



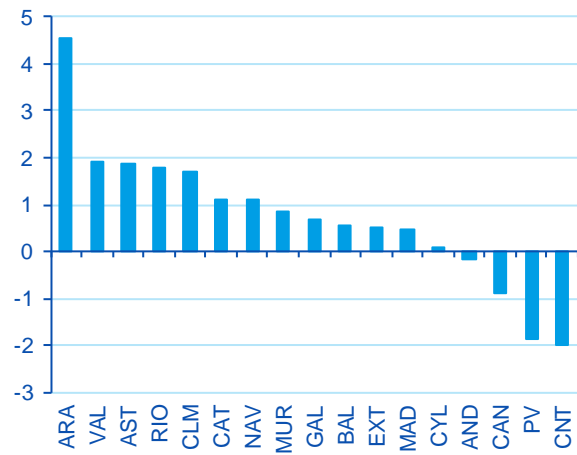
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas

**En el sector exterior se mantiene la tónica observada en el trimestre anterior, con un práctico estancamiento de las exportaciones de bienes y un sólido crecimiento de las de servicios.** En el lado positivo, continúan destacando Aragón y la Comunitat Valenciana, favorecidas por el buen comportamiento del sector del automóvil, mientras que las exportaciones de País Vasco y Cantabria continúan reduciéndose. Asimismo, en Madrid y Galicia, aunque se sitúan en positivo, se encuentran todavía lejos de la recuperación esperada (véase el Gráfico 6).

Por el lado de las exportaciones turísticas los últimos datos reflejan una caída de las pernoctaciones en Canarias y Baleares tras varios años de fuerte crecimiento. Por el contrario continúan acelerándose en el resto de comunidades con una exposición importante al sector como Andalucía, Cataluña, Madrid o la Comunitat Valenciana. Además, también se beneficiaron otras de interior como Aragón, donde el turismo de

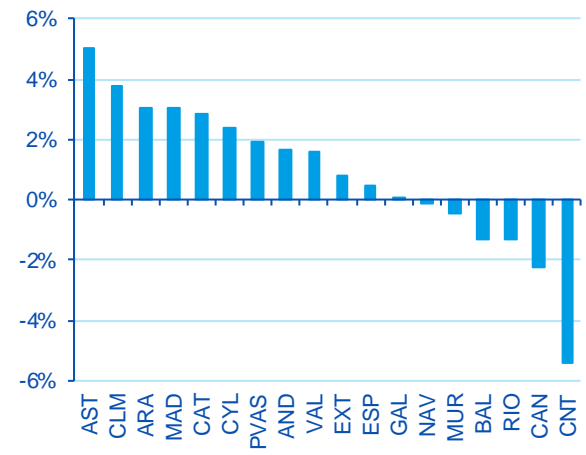
esquí, apoyado por una buena temporada de nieve, habría también aprovechado la recuperación de la demanda interna española (véase el Gráfico 7).

Gráfico 6  
Crecimiento de las exportaciones en 1T15 (previsión a partir de los datos de enero y febrero)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 7  
Pernoctaciones hoteleras: crecimiento trimestral en 1T15 (CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

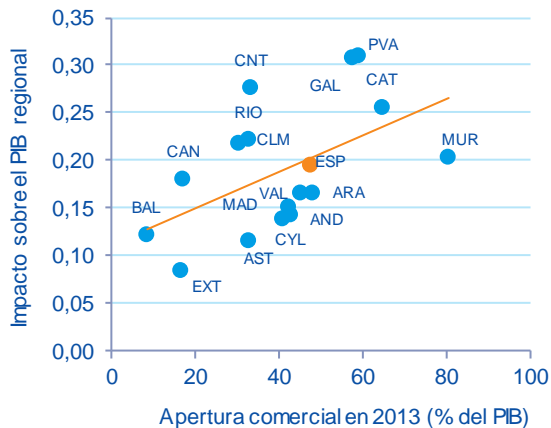
## Se intensifican los vientos de cola, con impacto diferencial entre las distintas comunidades

Hacia delante, el escenario regional se asimila al planteado en el observatorio regional publicado en febrero<sup>2</sup>, y los vientos de cola detectados hace un trimestre incluso intensifican su fuerza. **La economía de los principales socios comerciales se ha comportado mejor de lo esperado, lo que se refleja en una revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB de la UEM en 2015 hasta el 1,6%** Además, las ganancias de competitividad impulsadas por la depreciación del tipo de cambio, la reducción del precio del petróleo y la disminución de los tipos de interés en los próximos dos años también pueden ser superiores a las que se esperaban hace tres meses, conformando un escenario más benigno para la economía española.

Estos tres factores inciden de forma diferenciada en las distintas comunidades autónomas, en función de su grado de apertura y exposición a mercados exteriores tanto en bienes como en turismo, en particular, a los europeos (véanse los Gráficos 8, 9 y 10). Dado que estos soportes se mantendrán durante algún tiempo, es de esperar que aquellas comunidades con una mayor vocación exportadora y fundamentales más favorables consigan recuperar la actividad vinculada con las ventas exteriores, y con ella, la confianza necesaria para la recuperación de la demanda interna.

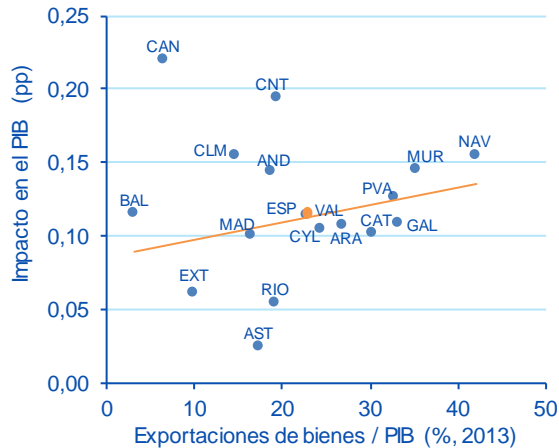
<sup>2</sup> Disponible [aquí](#)

Gráfico 8  
Impacto de una devaluación del 5% del €\$ sobre el PIB regional



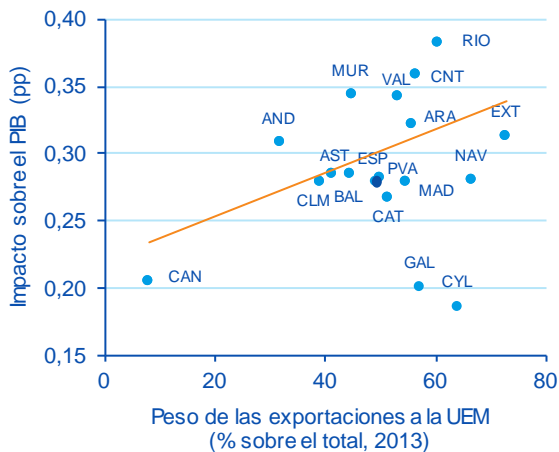
Fuente: BBVA Research

Gráfico 9  
Impacto de una reducción 5% del precio del petróleo sobre el PIB regional



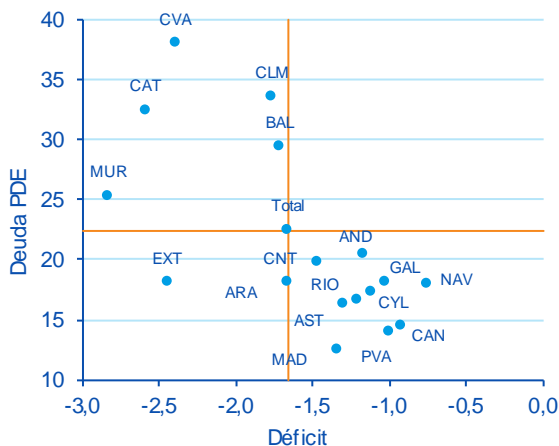
\* Baleares y Canarias quedan excluidas de la regresión.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 10  
Impacto de la revisión del crecimiento de la UE sobre el PIB regional



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11  
Déficit y deuda de las CC.AA. en 2014 (% del PIB)

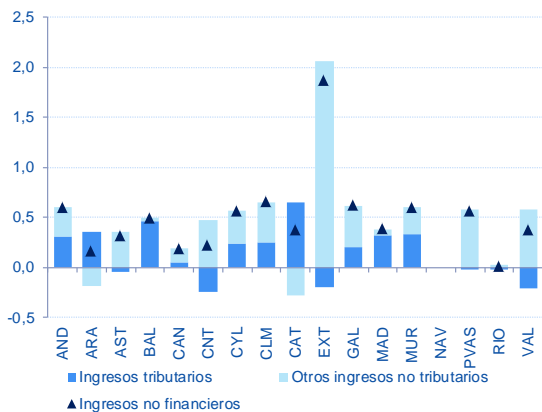


Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas

A nivel doméstico, la mejora de la demanda interna es también algo más enérgica de lo esperado, lo que debería favorecer a los destinos tradicionales del turismo nacional (la costa mediterránea, Madrid y, en menor medida, Galicia) y a aquellas comunidades para las que las ventas interregionales suponen un peso mayor en su PIB. En todo caso, las comunidades del Mediterráneo siguen constreñidas por una posición financiera relativamente más débil de sus gobiernos autonómicos (véase el Gráfico 11), que limita la capacidad de seguir las políticas expansivas que se están implantando en otras partes del territorio, lo que actúa como contrapeso de los factores de apoyo diferenciales mencionados.

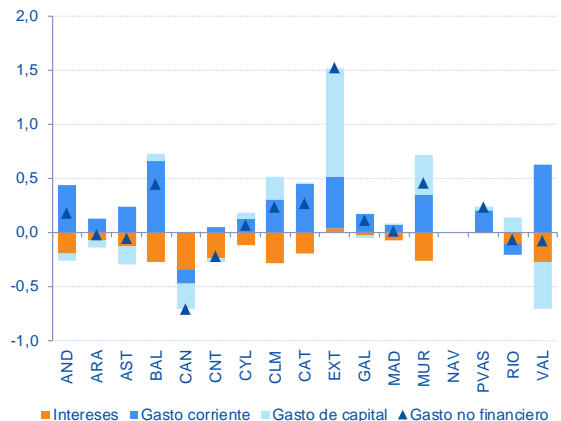
En este punto, los presupuestos de 2015, y la información conocida hasta febrero<sup>3</sup>, no sugieren grandes avances en el proceso de consolidación fiscal este año. De hecho, **los distintos presupuestos autonómicos no reflejan un ajuste consistente con la desviación observada en 2014 y la meta prevista para 2015**. Así, las cuentas proyectadas adelantan un incremento de los ingresos a lo largo del año, pese a las rebajas impositivas prácticamente generalizadas (véase el Gráfico 12). Por otra parte, el aumento del gasto es, en general, consecuente con la mejora de las disponibilidades (véase el Gráfico 13), pero no con los objetivos de déficit marcados en el Plan de Estabilidad y Crecimiento. **Solamente en dos casos se observa un comportamiento diferencial**: por un lado, Cataluña, donde la no aplicación de la rebaja del IRPF en el tramo autonómico da lugar a una previsión de mayores ingresos tributarios; por el otro, Extremadura, donde la continuidad como región elegible para la recepción de fondos europeos en los mismos términos que en el periodo anterior permite un aumento importante de las transferencias para realizar inversiones.

Gráfico 12  
Evolución de los ingresos de las CCAA según los presupuestos autonómicos de 2015



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas

Gráfico 13  
Evolución de los gastos de las CCAA según los presupuestos autonómicos de 2015



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas

En todo caso, aunque los riesgos apuntados hace tres meses no se han materializado, no cabe descartarlos hacia el futuro. En primer lugar, **las ventas al exterior podrían no mostrar la recuperación esperada si, ante la aceleración de la demanda interna, se ralentiza el proceso de internacionalización de las economías regionales**. Un freno en este proceso sería un indicio preocupante, ya que la consolidación de las exportaciones, y la salida al exterior de las empresas españolas, son claves para continuar avanzando en la corrección de los desequilibrios y en el aumento de la competitividad. Aunque a corto plazo las comunidades más afectadas pueden ser las más abiertas, el problema de fondo surge en las menos expuestas al exterior, para las que la mejora es, además, un condicionante para la convergencia regional.

En segundo lugar, uno de los retos más importantes a los que se enfrenta la economía española es el de **incrementar la inversión, manteniendo la disminución del endeudamiento con el resto del mundo**, lo que implica, además de la entrada de inversión directa extranjera, un aumento del ahorro doméstico. Los últimos los datos de inversión exterior reflejan una recuperación y el ahorro privado ha dado grandes pasos en este sentido<sup>4</sup>. En cambio, el ahorro público ha contribuido negativamente. El proceso de consolidación fiscal se está apoyando más en la recuperación económica y menos en las medidas discrecionales, lo que

<sup>3</sup> Véase, al respecto, el flash de BBVA Research sobre el déficit público de febrero de 2015, disponible [aquí](#)  
<sup>4</sup> Véase el Recuadro 1 de Situación España 2º trimestre de 2015, disponible [aquí](#)

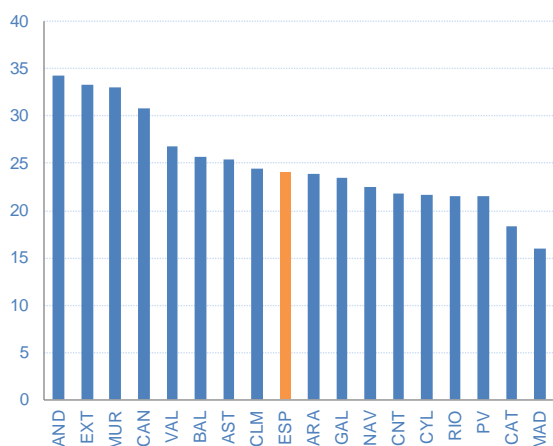
retrasa el proceso de corrección del déficit. Las comunidades no forales, limitadas por un sistema de financiación que no traslada en tiempo real el comportamiento de la economía a ingresos para sus administraciones, optaron por no aplicar medidas compensatorias en el lado del gasto, lo que ha redundado en muchos casos en un incumplimiento del objetivo. La actualización de los planes de medio plazo, con objetivos creíbles para cada administración y con medidas que minimicen el impacto sobre el crecimiento y la provisión de servicios sociales es importante, como también que la ejecución de los mismos sea rigurosa.

Finalmente, **los riesgos de carácter geopolítico no parecen estar teniendo un impacto** sobre las decisiones de consumo e inversión de familias y empresas, o sobre los costes de financiación de la economía, **pero no hay garantía de que ello se prolongue en el tiempo**. Más aun, a corto plazo **es difícil pensar en un escenario más favorable para las perspectivas de crecimiento en España**.

**Mantener el ritmo de crecimiento incluso en escenarios menos propicios debería ser la prioridad.** Para ello, los esfuerzos para incentivar la contratación indefinida, mejorando la progresividad de la bonificación de las cuotas empresariales a la Seguridad Social resultan positivos, pero insuficientes. Son necesarios avances que resuelvan de forma definitiva la dualidad en el mercado laboral, lo que requeriría un cambio sustancial en el modelo de contratación<sup>5</sup> (véase el Gráfico 14).

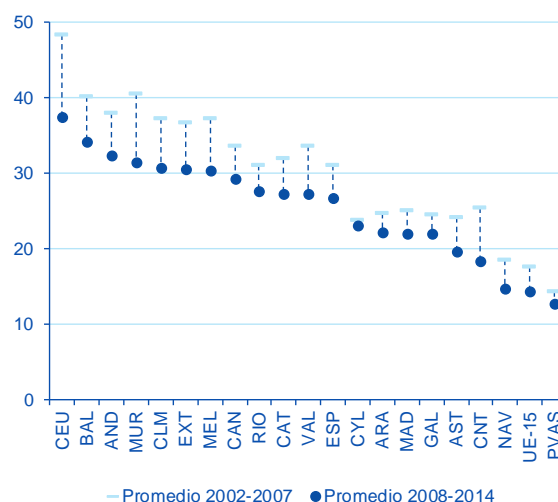
También es bienvenida la reforma del sistema de formación profesional para el empleo, que acierta en el diagnóstico sobre los obstáculos que impiden la reinserción de los desempleados, y busca incrementar su empleabilidad. En esta línea, destacan los avances en la adecuación de los cursos hacia las necesidades del tejido productivo y al fomento de la competencia entre los proveedores de este tipo de enseñanzas, especialmente necesarios toda vez que la tasa de abandono escolar temprano continúa siendo muy elevada (sólo el País Vasco se sitúa por debajo de la media europea, véase el Gráfico 15).

Gráfico 14  
Tasa de temporalidad en 2014  
(% de total de asalariados)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 15  
Tasa de abandono escolar temprano (% de población entre 18 y 24 años que ha completado, como máximo, la educación secundaria de primera etapa y no recibe formación)



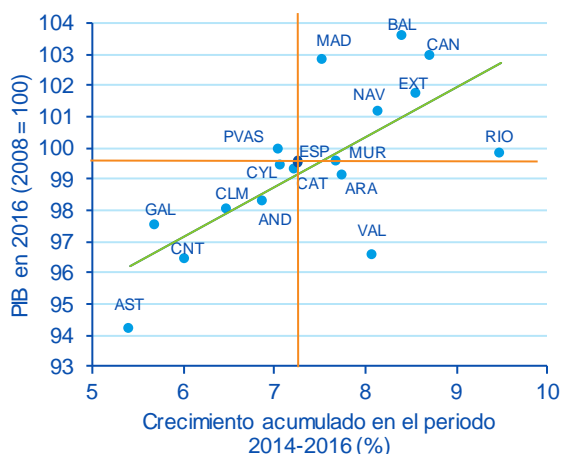
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Educación, Cultura y Deporte

<sup>5</sup> Al respecto, BBVA Research (2014) propone un sistema mixto en el que una parte de la indemnización por finalización del contrato dependería de la antigüedad del trabajador en la empresa y la otra, de una cuenta de ahorro individual similar al modelo austriaco. Véase BBVA RESEARCH (2014): "Medidas para favorecer la contratación indefinida", *Observatorio Económico España*, BBVA, Madrid. Disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/espana-medidas-para-favorecer-la-contratacion-indefinida/>



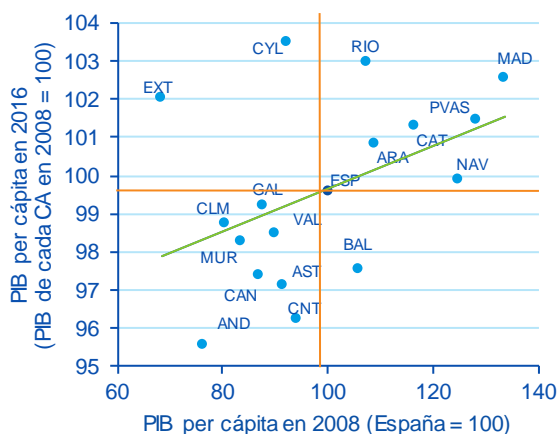
**En definitiva, distintos factores apuntan a una continuación de la recuperación durante los próximos trimestres.** Durante los últimos seis meses, el crecimiento de la demanda interna y la evolución de sectores clave, como el turismo o el del automóvil, han podido compensar el práctico estancamiento de las exportaciones de bienes. Lo anterior ha tenido un impacto heterogéneo en las distintas comunidades autónomas. Hacia delante, se mantiene que las ganancias de competitividad previstas beneficien especialmente a regiones con un alto nivel de apertura. **De cumplirse las previsiones de BBVA Research, en 2016 al menos 5 CC.AA. tendrán un PIB igual o superior al que disponían antes del inicio de la crisis** (véase el Gráfico 16). **En términos per cápita, la crisis habría resultado en un incremento de la desigualdad** (véase el Gráfico 17). La corrección de los desequilibrios, en particular los del mercado laboral y los que mejoren el funcionamiento de los mercados, continúa siendo un reto, tanto para acercar la economía española a la media europea como para recuperar la senda de convergencia regional.

Gráfico 16  
**Crecimiento entre 2014 y 2016 y cambio en el PIB regional a lo largo de la crisis**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 17  
**Cambio en el PIB per cápita regional**



Fuente: BBVA Research

Cuadro 1  
Crecimiento del PIB por CC. AA. (%)

Comunidad Autónoma	2011	2012	Previsiones			
			2013	2014	2015(p)	2016(p)
Andalucía	-0,7	-2,8	-1,1	1,3	2,8	2,6
Aragón	-1,0	-3,8	-0,7	1,7	3,0	2,9
Asturias	-0,7	-3,5	-2,5	0,8	2,4	2,1
Baleares	0,3	-0,5	-0,5	1,9	3,3	3,0
Canarias	-0,4	-1,4	-0,4	2,2	3,3	3,0
Cantabria	-1,7	-1,7	-2,3	1,0	2,5	2,4
Castilla y León	0,2	-3,1	-1,8	1,4	2,7	2,8
Castilla-La Mancha	-0,5	-4,1	-0,9	1,2	2,9	2,9
Cataluña	-1,6	-1,9	-1,2	1,4	3,2	2,5
Extremadura	-0,9	-3,5	-1,0	2,2	3,3	2,9
Galicia	-1,7	-2,3	-0,9	0,5	2,4	2,7
Madrid	0,6	-0,4	-1,6	1,0	3,3	3,1
Murcia	-0,4	-2,1	-1,3	2,0	2,9	2,6
Navarra	0,6	-2,7	-1,1	2,0	3,1	2,8
País Vasco	-0,5	-1,5	-1,8	1,2	2,7	3,0
La Rioja	-1,3	-2,8	-1,4	2,5	3,5	3,2
C. Valenciana	-1,3	-2,9	-0,8	2,1	3,2	2,6
<b>España</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>

Fecha: mayo 2015  
Fuente: BBVA Research e INE

**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.