

ANÁLISIS REGIONAL 4T15: ESPAÑA

Crecimiento elevado en el segundo semestre, pero desacelerándose por el Mediterráneo y el sur

Unidad de España

- Las previsiones de BBVA Research sobre el crecimiento del PIB de España no varían para 2015 y 2016, sin embargo, existen cambios (menores) en las expectativas sobre la actividad en las distintas comunidades autónomas
- Todas las comunidades muestran una desaceleración en el segundo semestre del año, en línea con lo previsto, aunque mayor en las del Mediterráneo y del sur, donde el empleo público habría favorecido más el crecimiento en el primer semestre
- En cualquier caso, el dinamismo de la actividad económica se mantiene elevado, especialmente en Madrid y Baleares
- Los indicadores han mostrado un mejor comportamiento del esperado en Baleares (turismo), y en Madrid, Murcia, Cantabria y Navarra (mayor aumento de la demanda interna), lo que justifica moderadas revisiones al alza
- Las revisiones a la baja se explican por un menor crecimiento del previsto en la demanda interna en Castilla y León y Extremadura (sector público), por un comportamiento de las exportaciones de bienes algo menos favorable que el esperado en Aragón, Canarias, Cataluña, o por una combinación de ambos factores en el caso del País Vasco
- Un entorno algo menos positivo de lo previsto para las exportaciones podría afectar a comunidades más expuestas a la demanda externa como País Vasco, Cataluña, Castilla y León y Galicia

El crecimiento se apoya en la demanda interna, pero la desaceleración es algo mayor en el Mediterráneo

La evolución de la economía española ha confirmado las expectativas que se tenían hace tres meses, por lo que se mantiene la previsión de crecimiento del PIB en el 3,2% para 2015 y el 2,7% en 2016. **El crecimiento continúa mostrando tasas relativamente elevadas, apoyado en el dinamismo de la demanda interna, pero también en las exportaciones.**

Lo primero se soporta principalmente en **el buen comportamiento del consumo de los hogares**, con comunidades como **Madrid y Navarra** mostrando un mayor dinamismo, mientras que País Vasco o el arco Mediterráneo son las regiones que explican la ligera desaceleración de esta variable. Por su parte, la inversión en equipo empieza a crecer tímidamente en Cantabria y Asturias y se mantiene al alza en Madrid. En cambio, continúa sin observarse una mejora sustancial en País Vasco, una comunidad con elevado peso del sector industrial. Por su parte, la demanda de **vivienda continúa su recuperación desde niveles históricamente bajos, aunque las señales por el lado de la oferta reflejan una desaceleración**, que podría ser temporal. **El empleo en el sector se ralentiza, especialmente en las comunidades del Mediterráneo** (ligado, en parte, a un menor empuje de la construcción residencial), pero también en

Castilla y León y Extremadura, en las que podría estar vinculado, además, a la contracción de la inversión en obra civil y al menor impulso ligado al avance en las obras de la alta velocidad ferroviaria. Asimismo, **el sector público ha pasado de ser un contribuyente neto al empleo durante la primera mitad del año, a no contribuir positivamente en ninguna comunidad**, e incluso restar en Cantabria, Andalucía, Canarias y Castilla y León.

La ligera aceleración de las exportaciones españolas en el tercer trimestre se soporta principalmente en el dinamismo de las ventas de bienes al exterior que muestran **las empresas andaluzas y las de la Comunitat Valenciana**. Aunque también se observa un mejor comportamiento de las exportaciones del País Vasco en 3T15, que sin embargo no compensan su pobre evolución en el primer semestre. Por tipo de bien, el aumento se explica por el buen comportamiento de los bienes de equipo (País Vasco, Andalucía, Castilla y León y Madrid), que toman el relevo de las semimanufacturas como sector tractor en el trimestre. Junto a este, alimentos en Andalucía y autos y componentes en la Comunitat Valenciana y La Rioja están detrás de la mejora de las ventas exteriores españolas. **La evolución más negativa se observa en Asturias** (muy volátil en los últimos trimestres) y **Navarra**, lastrada por los bienes de consumo.

La suma de lo anterior da como resultado que todas las comunidades muestren **una desaceleración** en su ritmo de crecimiento en el segundo semestre del año, aunque éste es **mayor en las comunidades del sur y del Mediterráneo**.

Hacia delante, **la desaceleración del consumo privado puede redundar en un menor vigor de aquellas comunidades autónomas más enfocadas al mercado interno, como algunas regiones mediterráneas**, aunque el mantenimiento de una política monetaria expansiva, el cambio de tono en la política fiscal y el descenso en los precios (particularmente, del transporte) garantizan que esta desaceleración será suave. En el plano público, la previsible desviación respecto al objetivo de déficit dará poco margen a las políticas públicas expansivas, limitando especialmente el aumento de la demanda interna **en las comunidades del sur y del Mediterráneo, en las que el sector público posee un peso superior a la media nacional**.

Respecto a las exportaciones, tanto de bienes como de servicios, el mejor desempeño relativo que se espera de las economías desarrolladas, en particular de la europea, junto con la depreciación del euro (un 4% inferior a lo esperado hace tres meses) deberían contrarrestar el menor crecimiento de las economías emergentes. Esto soporta, por tanto, **el mantenimiento de las regiones insulares entre las más dinámicas también en 2016**, y podría contribuir positivamente al crecimiento en Cataluña.

Finalmente, la desaceleración de la demanda mundial, en un contexto en el que siguen sin observarse problemas de oferta, da lugar a una **nueva revisión a la baja del precio del petróleo**: el promedio de 2015 podría ser un 10% inferior al previsto hace tres meses, mientras que en 2016 la reducción sería del 14%¹. De este modo, los efectos positivos que la reducción del coste de la energía en dólares y la depreciación de la moneda pueden suponer para los exportadores españoles se contrarrestan, en parte, con el peor comportamiento de los mercados de destino, sobre todo los emergentes. Además, **esto beneficia al turismo**, ya que la depreciación del euro mejora su competitividad en precio frente a destinos de fuera de la UEM.

1: Para un mayor detalle sobre el comportamiento del escenario internacional, véanse las ediciones correspondientes al cuarto trimestre de las publicaciones de BBVA Research Situación Global (disponible aquí: <https://www.bbvarsearch.com/public-compuesta/situacion-global-cuarto-trimestre-2015/>) y Situación Europa (disponible aquí: <https://www.bbvarsearch.com/public-compuesta/situacion-europa-cuarto-trimestre-2015/>).

Desaceleración general del consumo privado y la inversión, de la que Madrid y Extremadura se desmarcan

En línea con lo esperado, **en el tercer trimestre de 2015 el consumo privado se desaceleró ligeramente**, tras el elevado dinamismo mostrado en el primer semestre. El agotamiento de los impulsos fiscales de la primera parte del año, la desaceleración del empleo y el aumento de la incertidumbre podrían estar detrás de esta evolución algo menos dinámica, pero todavía fuerte, de este componente de la demanda. La señal combinada de las matriculaciones de turismos, las ventas minoristas y el indicador de actividad en los servicios, resumida en el Indicador Sintético de Consumo Regionalizado (ISCR-BBVA)², muestra una desaceleración del gasto de los hogares de la que solamente escapan Madrid, Extremadura y Galicia, si bien esta última partía de niveles ya muy bajos³ (véase el Gráfico 1). Por su parte, la mayor desaceleración se observa en Andalucía, País Vasco y Asturias.

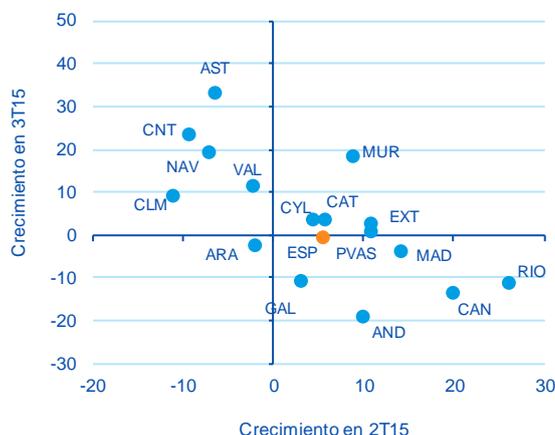
La desaceleración se refleja también en los indicadores de inversión. En concreto, con información hasta agosto, **las importaciones de bienes de equipo de España se redujeron el 0,5% t/t en el tercer trimestre** (nominal, CVEC⁴), compensando la ligera recuperación del trimestre anterior (véase el Gráfico 2). Las operaciones con aeronaves justifican el comportamiento diferencial de Baleares en el trimestre. Dejando a un lado el comportamiento atípico de esta región, la información acumulada en este trimestre y el anterior refleja que **la inversión en bienes de equipo se estaría comportando más favorablemente en Madrid, Extremadura, Navarra, Cantabria y Asturias.** De confirmarse en próximos trimestres, esta señal podría ser especialmente relevante para las comunidades del Cantábrico, dada su mayor especialización en productos industriales.

Gráfico 1
Indicador sintético de consumo (t/t, CVEC, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Importaciones de bienes de equipo (% t/t, CVEC, nominales)



Fuente: BBVA Research

2: Véase, Situación España, cuarto trimestres de 2015, Recuadro 1. ¿Afecta la evolución de la demanda doméstica al crecimiento de las exportaciones?, disponible aquí: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/11/Situacion_Espana_4T151.pdf

3: Estas tres comunidades mostraron en 2T15 un comportamiento relativamente atípico, con una fuerte desaceleración del consumo privado frente a lo observado en 1T15, en particular en Galicia. Si la referencia que se utiliza es 1S15, solamente Madrid y Extremadura reflejan una aceleración del consumo privado en 3T15.

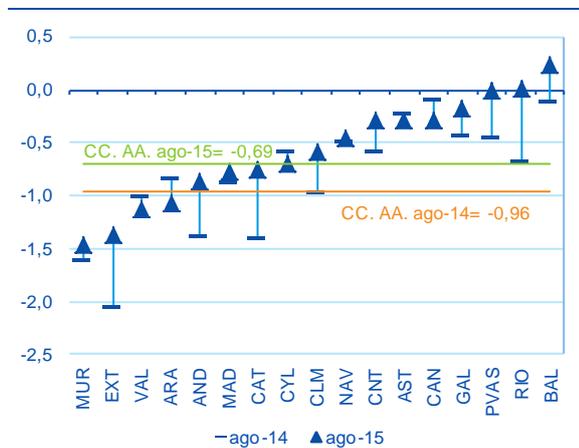
4: CVEC: corregido de variaciones estacionales y de efecto calendario

norte y el oeste de España⁵ (véase el Gráfico 5). Ello implica, por tanto, serias dificultades para que las CC. AA. en conjunto puedan alcanzar el objetivo para este año, fijado precisamente en el 0,7% del PIB.

Ahora bien, la variación en el saldo no se alcanza en todas las CC. AA. de un modo similar. El análisis del cambio en el **peso del gasto no financiero sobre el PIB** en el Gráfico 6 refleja un comportamiento dispar. Aumenta en Baleares (seis décimas del PIB regional) y, en menor medida, en Aragón, La Rioja y Castilla y León. En cambio, se contiene más que en el conjunto en Castilla-La Mancha, la Comunitat Valenciana o Andalucía. De hecho, con la excepción de País Vasco, el resto de **las Comunidades aumentan su gasto primario**, siendo este comportamiento independiente del margen de política fiscal del que dispusieran. La corrección del déficit, por tanto, se está fiando en gran parte a la mejora del ciclo económico (tanto por los ingresos como por los gastos) y a la reducción de los costes financieros.

Gráfico 5

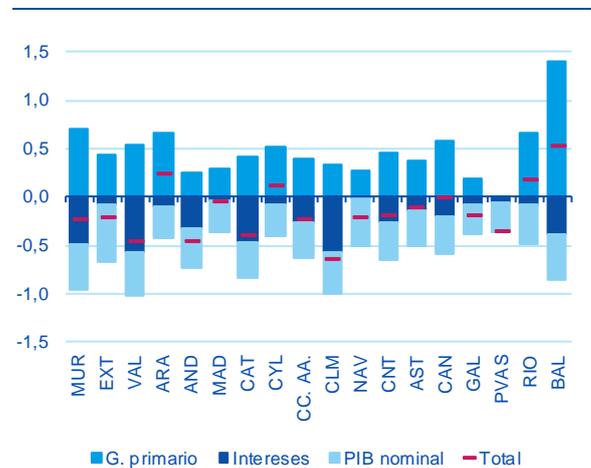
CC. AA.: saldo no financiero acumulado hasta el mes de agosto (% del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 6

Contribuciones al cambio de la ratio de gasto no financiero sobre PIB*



* ene-ago 15 vs. ene-ago 14, ordenadas en función del cambio en el saldo no financiero
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Finalmente, repuntan las exportaciones de bienes de equipo, sobre todo en el Cantábrico (excluida Galicia), Madrid y Andalucía

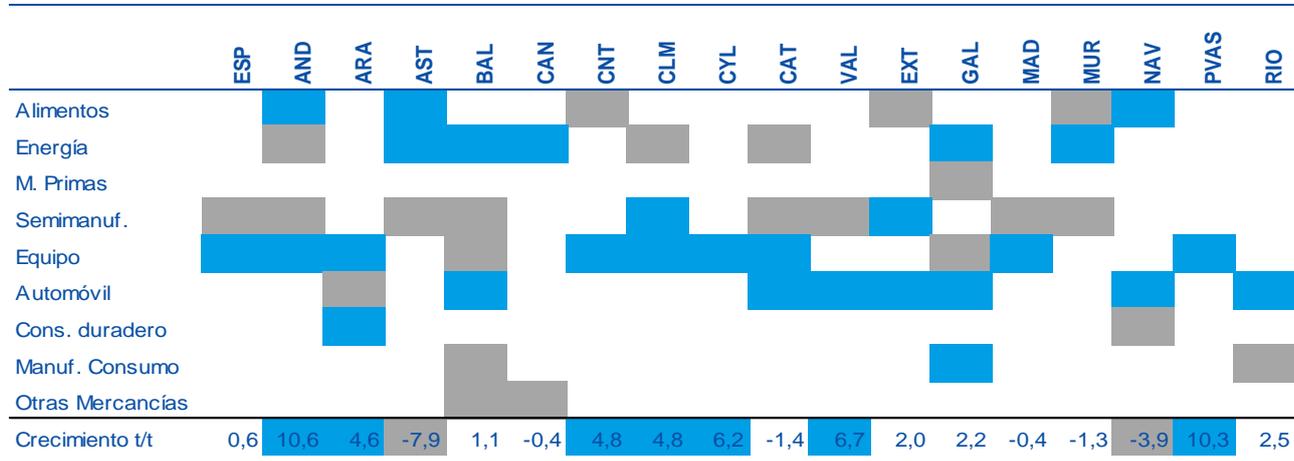
En su conjunto, **el sector exterior avanza tímidamente en su recuperación apoyado en menores costes de la energía, un euro depreciado y los esfuerzos de internacionalización realizados en los últimos años⁶**. Así, con información hasta agosto, las exportaciones reales podrían haberse incrementado un 1,9% t/t en el tercer trimestre (1,2% en 2T15), aunque el comportamiento es, nuevamente, muy heterogéneo por regiones. En particular, **continúa el buen comportamiento del sector del automóvil, pero en este trimestre se suman los bienes de equipo**, lo que permite que al grupo de CC. AA. en las que ya venían comportándose bien las exportaciones (Comunitat Valenciana, Castilla y León o Aragón) se añadan País Vasco, Madrid o Andalucía, en la que también los alimentos experimentan un fuerte avance (véase el Gráfico 7). Por el contrario, **se contraen nuevamente las ventas exteriores de semimanufacturas**, lo que contrarresta la mejora del equipo en Madrid y compensa todo lo avanzado en el trimestre anterior en Asturias. En esta última, por tanto, las señales de recuperación siguen sin consolidarse.

5: Baleares se está viendo beneficiada, transitoriamente en 2015, por una fuerte inyección de transferencias asociadas a los ajustes del sistema de financiación

6: Véase, al respecto, el recuadro 1 de Situación España 4T15, disponible en: https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/11/Situacion_Espana_4T151.pdf

Gráfico 7

Exportaciones de bienes. Contribuciones sectoriales al crecimiento trimestral en 3T15 por CC. AA. (datos CVEC, nominales)



(*)Valores en azul (gris) indican que la contribución al crecimiento regional se encuentra 0,75 desviaciones típicas por encima (debajo) del promedio de contribuciones de la región, o que el crecimiento regional se encuentra 0,75 desviaciones típicas por encima (debajo) del promedio nacional.
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex.

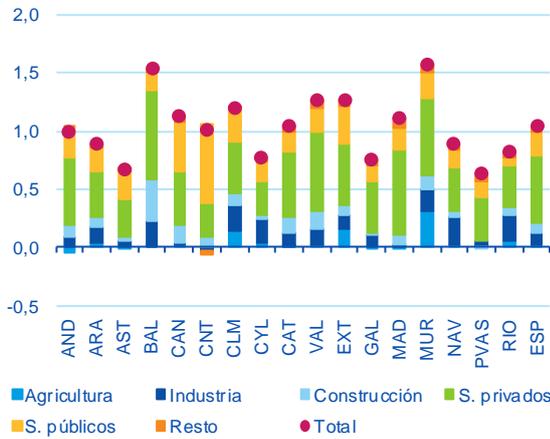
Los servicios privados se desaceleran, el empleo público se para y no aparecen aún nuevos sectores de relevo

El efecto del incremento de gasto público en la parte inicial del año, asociada al ciclo electoral, quedó reflejado en la mejora en el mercado laboral durante los primeros trimestres gracias al incremento del empleo público. Los Gráficos 8 y 9 reflejan las contribuciones por sectores al avance promedio trimestral de la afiliación a la Seguridad Social en el primer y segundo semestres de 2015, respectivamente⁷. Lo primero que se observa es que **en el primer semestre, todos los sectores contribuyeron positivamente en todas las comunidades, destacando la aportación de los servicios privados, especialmente en las zonas más turísticas.** Además, también se detecta una aportación positiva del empleo público. En promedio, la contribución del sector público es de un 20%, aunque en La Rioja solamente explica un 8% del aumento del empleo, mientras que esta cifra asciende al 68% en Cantabria o al 37% en Canarias.

En el segundo semestre, y de acuerdo con las previsiones de BBVA Research, la afiliación podría incrementarse, en media, un 0,5% t/t CVEC (frente al 1% observado en 1S15). Detrás de esta corrección se encuentra, evidentemente, un menor soporte de los servicios privados, aunque esta reducción no se está observando en las zonas turísticas en la misma medida. De hecho, todo parece indicar que el empleo en esta rama podría acelerarse nuevamente en Canarias y Baleares, mientras que se ralentizaría menos que en el promedio en Madrid, Cataluña y Comunitat Valenciana. Pero además, también se observa una **reducción sustancial de la contribución del sector público**, que se vuelve incluso negativa en Andalucía, Castilla y León y Cantabria. En esta última, la brusca corrección del empleo público estaría minorando la afiliación en su conjunto, a diferencia de lo que sucede en la Rioja, donde la contribución a la baja es generalizada en todos los sectores. Al mismo tiempo, en Asturias y Castilla y León el estancamiento parece extenderse al agregado.

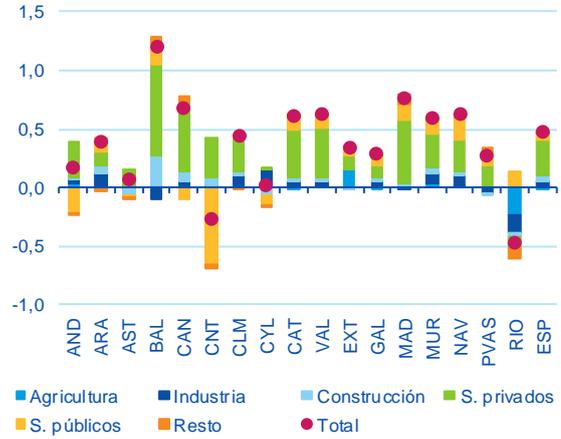
7: Los datos de 2S15 se estiman con información hasta octubre.

Gráfico 8
Afiliación a la Seguridad Social. Contribuciones sectoriales al crecimiento trimestral promedio en 1S15 (CVEC, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Gráfico 9
Afiliación a la Seguridad Social. Contribuciones sectoriales al crecimiento trimestral promedio en 2S15*

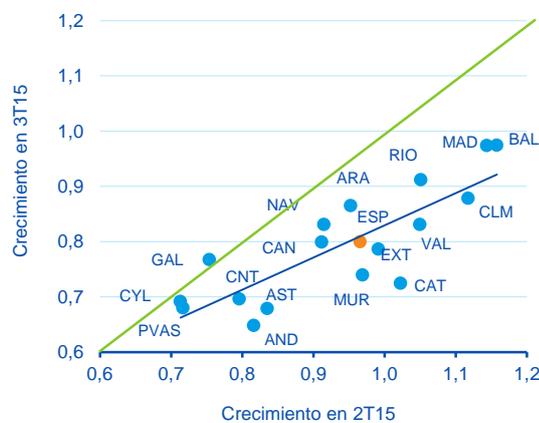


*: estimación con datos hasta octubre, CVEC, %
 Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Desaceleración generalizada en la segunda parte del año, tendiendo a converger a ritmos entre el 2% y el 4% anualizados

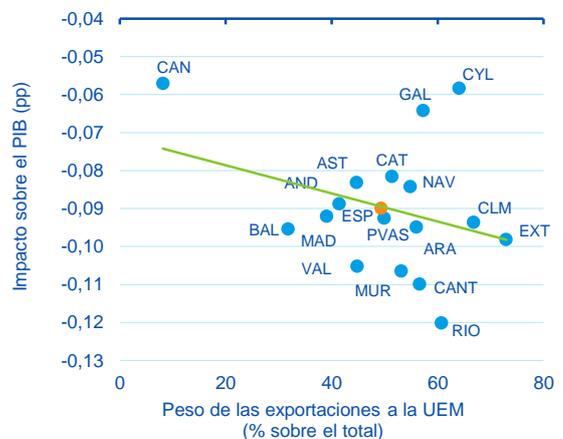
En definitiva, tras el fortísimo crecimiento experimentado a lo largo del primer y segundo trimestres de 2015, con ritmos cercanos al 4% en términos anualizados para el conjunto de la economía española, en el tercer trimestre esta tendencia se desacelera. **Los resultados de los distintos modelos MICA—BBVA regionales reflejan que esta moderación es algo más relevante en el arco mediterráneo y en el sur (véase el Gráfico 10). Las comunidades que estarían mostrando una mayor resistencia a la desaceleración desde niveles relativamente elevados son Baleares, Madrid y La Rioja.**

Gráfico 10
Crecimiento del PIB por CC. AA. según los modelos MICA-BBVA regionales (t/t, CVEC, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11
Efecto en el PIB tras cuatro trimestres de menor crecimiento de la UEM



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Hacia 2016, el escenario de BBVA Research contempla que la economía española continuará con tasas de crecimiento trimestral que oscilarán entre el 2 y el 3% anualizado. Las razones detrás de este menor crecimiento respecto al observado en trimestres anteriores son variadas, e incluyen la ralentización de la demanda mundial, el agotamiento de algunos factores cíclicos o el aumento de la incertidumbre, en parte ligada al ciclo electoral español.

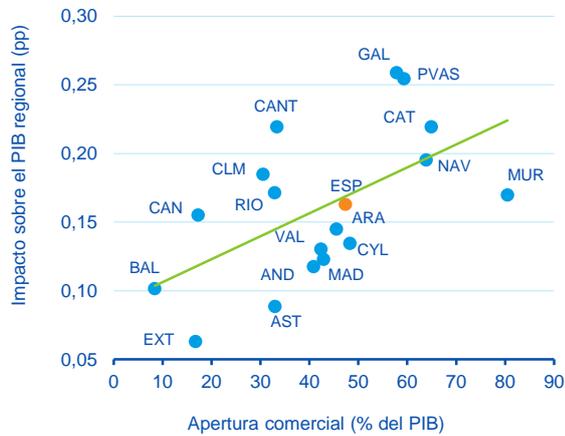
A nivel externo, el crecimiento es algo más débil que el esperado hace tres meses, sobre todo en los países emergentes, pero en los desarrollados el perfil hacia 2016 es de moderada aceleración. La UEM crecerá en 2016 un 1,8%, tres décimas más de lo esperado en 2015, pero una décima menos de lo considerado en el anterior observatorio regional de BBVA Research. Ello afecta negativamente a las perspectivas de algunas comunidades con una mayor exposición a Europa (Véase el Gráfico 11).

Sin embargo, varias cuestiones contrarrestan este efecto. En primer lugar, la incertidumbre sobre la consecución del objetivo de inflación ha conducido a que el Banco Central Europeo (BCE) haya anunciado su intención de implementar medidas adicionales que permitan un mayor crecimiento de la demanda interna y el aumento de las expectativas de incremento en precios. Como consecuencia de esta política, **se espera que el euro se deprecie un 4% más en promedio de lo que se preveía hace tres meses, lo que indudablemente supondrá un soporte para las exportaciones de bienes** (véase el Gráfico 12). En particular, el efecto compensatorio puede ser más relevante para aquellas comunidades cuyo esfuerzo de diversificación geográfica haya sido mayor. En segundo lugar, la previsión actual contempla una disminución adicional en el precio del petróleo, que impulsa en mayor medida el crecimiento de los países importadores de petróleo como España. **La magnitud de la caída del petróleo (un 14%, véase el Gráfico 13) permite más que compensar los efectos de aumento del coste energético que se derivarían de la depreciación del euro**, apoyando una mejora de la competitividad de las empresas exportadoras españolas, pero a la vez impulsando la renta disponible de los hogares. Aunque la metodología utilizada para el cómputo de estos efectos hace que no sean ortogonales, y por tanto, no se pueden acumular entre ellos⁸, todo parece indicar que el impacto sería mayor en Canarias, Cantabria, País Vasco y Navarra, y de menor entidad en Asturias, Extremadura o La Rioja.

En tercer lugar, **la aceleración de la economía europea, combinado con un descenso del precio del transporte y una depreciación del euro que encarece relativamente a los mercados competidores, supone un nuevo empuje para el turismo exterior.** Dado un escenario en el que Alemania y Francia se aceleran, mientras que el Reino Unido hace lo contrario, **es previsible que Baleares y Cataluña puedan verse más beneficiadas que**, por ejemplo, Canarias, para la que el principal mercado de origen es el británico.

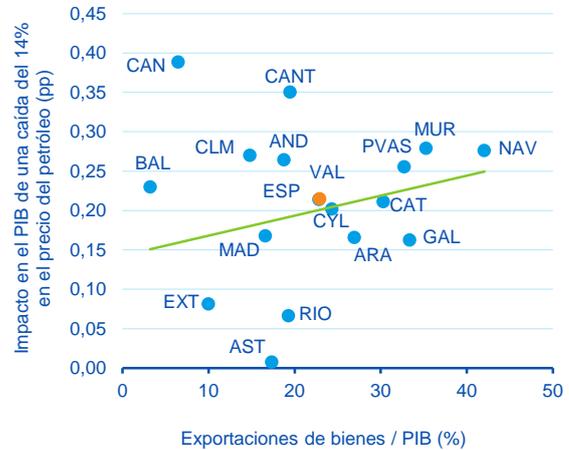
8: El desarrollo metodológico de este análisis se puede encontrar en BBVA Research, Situación España, 4T14, disponible en: https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana_4T14-web.pdf

Gráfico 12
Efecto en el PIB regional de depreciar el euro un 4% frente al dólar durante cuatro trimestres



Fuente: BBVA Research

Gráfico 13
Efecto en el PIB tras cuatro trimestres de caída del precio del petróleo



Fuente: BBVA Research

En todo caso, continúan existiendo riesgos sobre el escenario, fundamentalmente a la baja. En el exterior, la desaceleración de la economía china puede ser más brusca de lo esperado, lo que arrastraría una disminución adicional de los precios de las materias primas, y afectaría al crecimiento de los países emergentes (véase el Gráfico 14).

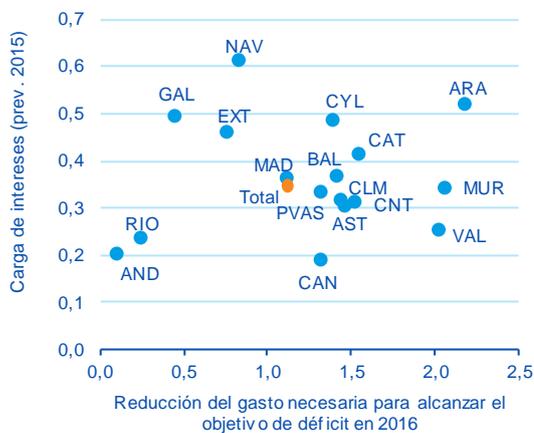
En el plano interno, España puede terminar incumpliendo el objetivo de déficit este año, y en particular, las comunidades mediterráneas pueden continuar destacando por sus elevados niveles de déficit. El objetivo para 2016 (el -0,3% del PIB) vuelve a ser ambicioso y, como consecuencia de las distintas medidas de facilidad financiera, la carga de intereses ya es muy reducida en la mayoría de las comunidades. Como se muestra en el Gráfico 15, sólo Andalucía, La Rioja Navarra, Extremadura y Galicia tiene margen para realizar una parte del ajuste pendiente mediante un abaratamiento de la deuda, mientras que en el resto, la situación es más compleja. En particular, la Comunitat Valenciana, Murcia, Asturias, Cantabria y Castilla-La Mancha se enfrentan al reto de disminuir el gasto sin prácticamente margen de reducción de la carga de intereses. Ello implica, por tanto, un menor margen para la ejercer políticas expansivas y una mayor probabilidad de incumplir el déficit de 2016.

Gráfico 14
Peso de las exportaciones chinas sobre el total y exportaciones totales sobre el PIB



Fuente: BBVA Research

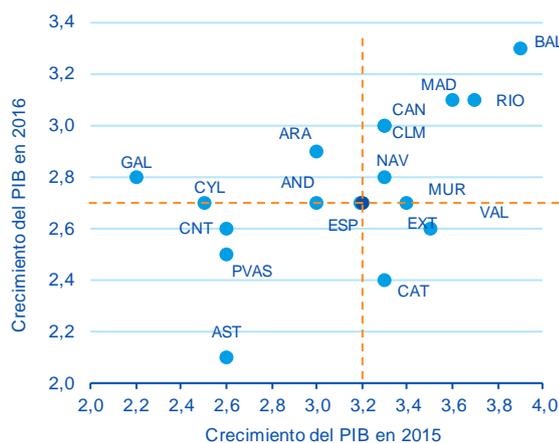
Gráfico 15
Ajuste del gasto para alcanzar el objetivo en 2016 y carga de intereses (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research

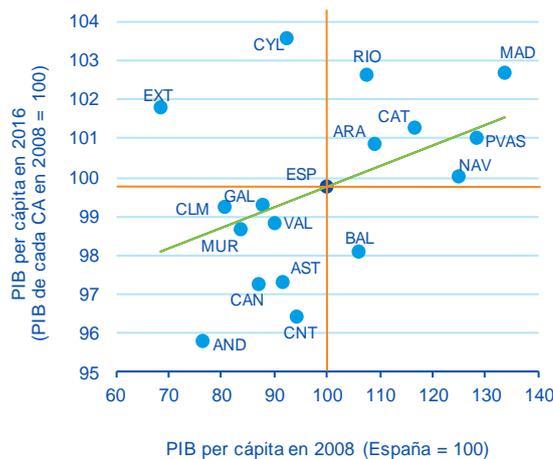
En definitiva, la economía española continuará mostrando tasas de crecimiento entre el 2 y el 3% anualizados, pero con un comportamiento relativamente heterogéneo por regiones. En particular, las comunidades más expuestas a la demanda externa podrán tomar ventaja de la moderada aceleración de la actividad en la UEM, además de las mejoras de la competitividad que ofrecen la caída del precio del petróleo, la depreciación del tipo de cambio y la reducción de los tipos de interés. La previsible desviación del objetivo de déficit limitará la aportación del gasto público al crecimiento de la demanda interna lo que podría afectar en mayor medida a las expectativas de las comunidades del Mediterráneo.

Gráfico 16
Previsiones de crecimiento del PIB por CCAA en 2015 y 2016



Fuente: BBVA Research

Gráfico 17
Evolución del PIB per cápita a lo largo de la crisis.



Fuente: BBVA Research

Cuadro 1

Crecimiento del PIB por CC. AA. (%)

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

(p): previsión

Fecha: 6 de noviembre de 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.