

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Eurozona: continúa el crecimiento, pero con riesgos externos

Unidad de Europa

Con los datos publicados recientemente esperamos que la recuperación de la eurozona continúe en el tercer trimestre del año al 0,4% t/t, apoyada en los fundamentales domésticos. Sin embargo, el deterioro de las condiciones de algunas economías emergentes ha hecho caer las exportaciones, lo que supone riesgos para mantener el ritmo de la recuperación hacia adelante

Eurozona: se estabiliza la actividad en 3T15

- Los indicadores de confianza se han mantenido relativamente estables a lo largo de 3T15, tras dos trimestres de fuertes subidas. El indicador PMI continúa en su nivel más elevado en cuatro años, siendo el sector servicios notablemente más dinámico que el manufacturero, mientras que el ESI de la Comisión Europea mejora ligeramente, también gracias a la recuperación del sector servicios (Gráficos 3 y 4), que compensa la caída de la confianza de los hogares, mientras que el sector manufacturero continúa relativamente estable. Por países, los niveles de confianza más elevados se registran en Alemania, Italia, España y Holanda, mientras que en Finlandia y, sobre todo, en Grecia las perspectivas parecen menos optimistas.
- Pese a lo anterior, el consumo ha vuelto a crecer, puesto que las ventas minoristas hasta agosto continúan mejorando sobre el promedio de 2T15 (Gráfico 6), al igual que las matriculaciones de coches que se incrementan un 2,3% respecto al trimestre anterior. La producción industrial se ha mantenido prácticamente plana en los dos primeros meses de 3T15 y sigue viéndose afectada por la disminución de los pedidos manufactureros, sobre todo los externos, como consecuencia de la desaceleración de emergentes. Confirmando esta tendencia, la moderación de la demanda externa se refleja en los datos de exportaciones de bienes, que han caído respecto a 2T15, cuando registraron un fuerte incremento (Gráfico 8). En conjunto, las exportaciones aún se mantienen alrededor de un 7% por encima del nivel de hace un año, fruto de la depreciación acumulada por el euro, que más que compensa la debilidad reciente de la demanda global.
- Incorporando los datos disponibles hasta el momento, el modelo de previsión de corto plazo MICA-BBVA estima un crecimiento de alrededor del 0,4% t/t en 3T15 (Gráfico 2), similar al del trimestre anterior y algo por debajo de nuestro escenario base, en el que incorporamos para este trimestre un crecimiento de 0,5%.
- En el mercado de trabajo, en 2T15 se ha observado una gradual recuperación del empleo y la continuación de la tendencia a la baja de la tasa de paro que en agosto se situó en el 11% (Gráfico 9), aunque ésta muestra dinámicas distintas entre países: mientras en Alemania y en Austria se vuelven a registrar mínimos históricos, en Francia, Finlandia y Bélgica la tasa de paro sigue aumentando paulatinamente. Por otro lado, en Italia se confirma el cambio de tendencia a la baja en los últimos meses y en Holanda y España la reducción de la tasa de desempleo se consolida.
- La inflación se situó en el -0,1% a/a en septiembre tras el +0,1% de agosto, debido a la intensificación en la caída de los precios de los productos energéticos por cuarto mes consecutivo, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 0,9% a/a desde mediados de año (Gráficos 11 y 12).

Durante los últimos tres meses la inflación subyacente evolucionó en línea con lo esperado, mientras que la general se redujo algo más de lo previsto durante el último trimestre debido a la mayor caída de los precios de los productos energéticos. Nuestro escenario incorpora un precio del petróleo alrededor de los 50 dólares el barril a finales de 2015, 60 en 2016 y 67 en 2017, algo más de un 12% más bajos que hace tres meses. Hacia delante, continuamos esperando que la inflación repunte hasta alrededor del 0,8% a/a en diciembre, debido a la desaparición de los efectos base de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente, actualmente en el 0,9% a/a, es probable que se mantenga relativamente estable en los próximos meses. Respecto a hace tres meses, por tanto, ahora esperamos una inflación algo más baja, alrededor de 0,2pp, tanto para 2015 como para 2016 para situarse en torno al 0,1% y el 1,1%, respectivamente, y también alrededor de 0,1pp menos de inflación en 2017 hasta el 1,7%. A pesar de este ajuste a la baja, que responde básicamente a los precios del petróleo, continuamos esperando, al igual que el BCE, que la inflación retorne hacia el objetivo en los próximos dos años.

Alemania: sólidos fundamentales internos pero debilidad desde el exterior

- A lo largo del tercer trimestre, la mejora observada en los indicadores de confianza empresarial nacionales (Ifo y ZEW), al igual que en los PMIs y en el índice de la Comisión se está reflejando parcialmente en los datos de actividad, con las ventas minoristas creciendo por encima de la media de 2T15 (Gráficos 17 y 18), pero con la producción industrial prácticamente estancada, tal como adelantaba la disminución de los pedidos manufactureros externos.
- Lo anterior se debe en gran parte a la desaceleración de ciertas economías emergentes y se puede observar también en la caída de las ventas de bienes al exterior en lo que llevamos de tercer trimestre, lo que podría limitar la aportación del sector exterior al crecimiento.
- Como resultado, el crecimiento esperado en 3T15 es de 0,4/0,5% t/t (Gráfico 14), tras el 0,4% t/t de 2T15.

Francia: vuelve el crecimiento moderado

- En el tercer trimestre, tanto los indicadores de confianza del Insee, Markit como de la Comisión Europea se ubican algo por encima de 2T15, mientras que el indicador del Banco de Francia empeora ligeramente. La recuperación de la confianza del sector manufacturero, que estuvo deprimido durante varios trimestres, lidera esta mejora (Gráficos 27 y 28).
- La producción industrial ha dejado de caer y las ventas minoristas hasta agosto aumentan respecto a 2T15, pero se observa una caída de las exportaciones, especialmente de las destinadas fuera de la UE, tras el buen desempeño del trimestre anterior (Gráfico 32).
- En conjunto, esperamos que el crecimiento en 3T15 sea del 0,2/0,3% t/t.

Italia: otro paso adelante en 3T15

- En 3T15 se confirman las señales de recuperación tanto del sector industrial, como ya adelantaban los indicadores de confianza empresarial, con el PMI en su nivel más elevado desde principios de 2011, como de las ventas minoristas, que reflejan la mejora de la confianza de los hogares (Gráficos 39 y 40).
- A pesar de la caída de las exportaciones en el tercer trimestre, tras aumentar notablemente a lo largo del precedente, el sector exterior podría contribuir al crecimiento en 3T15 por una caída más relevante de las importaciones (Gráfico 44).
- La suma de estos factores nos lleva a estimar un crecimiento del 0,2/0,3% t/t en el tercer trimestre del año.

España: la recuperación se desacelera en el tercer trimestre

- En 3T15, en lo que respecta a la demanda doméstica privada, los indicadores parciales de coyuntura (Gráficos 51 y 52) sugieren que el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo podrían haberse mantenido a la cabeza del crecimiento, si bien con tasas inferiores a las observadas en el primer semestre del año.
- Por el lado de la demanda externa, las variables de gasto y expectativas indican que las exportaciones no turísticas continuaron expandiéndose, a pesar de que el deterioro del entorno global apunta a una pérdida gradual de dinamismo a lo largo del trimestre ([Ver Observatorio Económico España](#)).
- Los datos disponibles hasta el momento indican que el ritmo de expansión se moderaría hasta el 0,7% t/t. (Gráfico 50).

Eurozona

Contabilidad nacional: crecimiento estable en 3T15 (0,4% t/t)

En 2T15 la demanda doméstica contribuyó con 0,1pp, debido al crecimiento del consumo tanto privado (0,4% t/t) como público (0,3% t/t), y a pesar de la caída de la inversión (0,5% t/t) y las exportaciones netas contribuyeron 0,3pp al crecimiento. Para 3T15, el MICA-BBVA estima un crecimiento de alrededor de 0,4% t/t

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

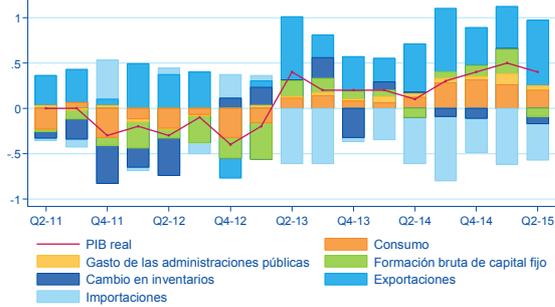


Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA*



Confianza: los PMIs se moderan, mientras el ESI continúa creciendo

Los PMIs señalan cierta moderación en septiembre, pero un crecimiento relativamente estable y generalizado por sectores en el conjunto de 3T15, mientras que el índice ESI aumenta hasta los 105,6 puntos, creciendo por encima de la media de 2T15 (103,7 pts.).

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

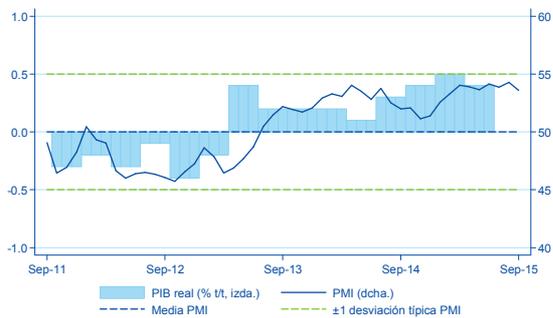
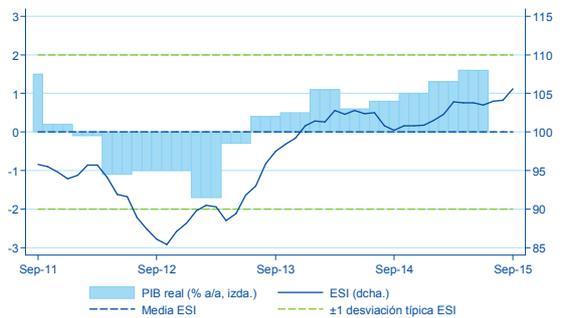


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a)**



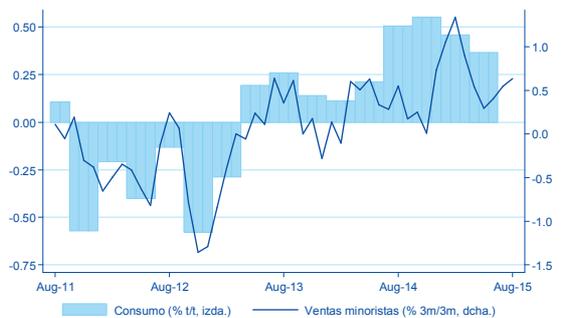
Actividad: las ventas minoristas crecen y producción industrial se estanca

Con el dato de agosto (-0,5% m/m), el índice de producción industrial no varía comparado con el promedio de 2T15, mientras que las ventas minoristas crecen un 0,6% sobre 2T15.

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: caen las exportaciones hasta agosto tras el fuerte crecimiento de 2T15

Las exportaciones caen en agosto un -1,3% m/m, y se sitúan un 1,1% por debajo de la media de 2T15. Por su parte, las importaciones crecen en agosto un 0,3% m/m pero siguen un 0,9% por debajo del promedio de 2T15.

Gráfico 7
Cuenta corriente (% del PIB)*

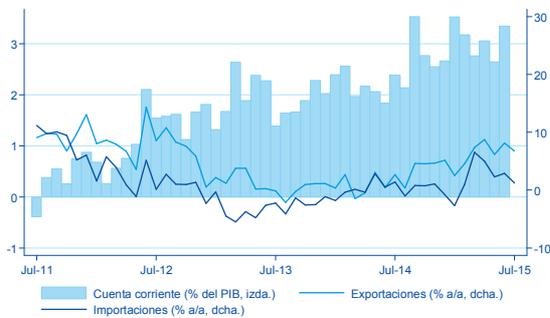
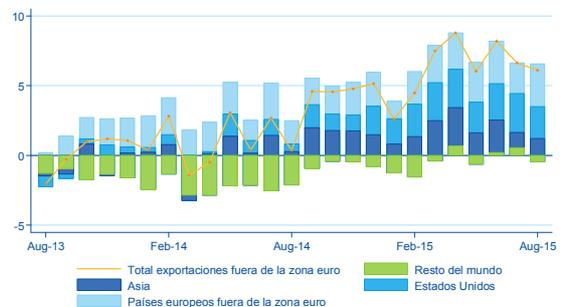


Gráfico 8
Exportaciones por destino (contribución al % a/a)



Mercado de trabajo: el desempleo sigue estable en agosto en el 11%

En agosto, la tasa de desempleo de la eurozona se mantiene en el 11%, aunque con diferencias entre países. Los costes laborales en el sector empresarial se han moderado en 2T15 (1,6% a/a tras 1,9% a/a).

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

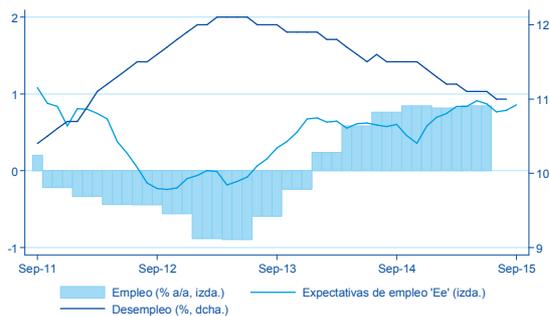


Gráfico 10
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: la inflación general cae en septiembre por la energía, con la subyacente estable

La inflación se reduce en 0,2pp hasta el -0,1% a/a en septiembre, debido a la intensificación en la caída de los precios de los productos energéticos. La inflación subyacente se mantiene estable en el 0,9% a/a desde mediados de año.

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

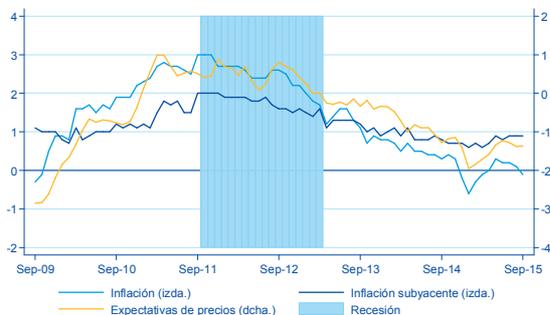
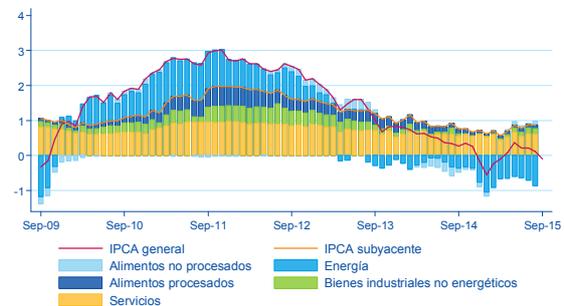


Gráfico 12
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Alemania

Contabilidad nacional: crecimiento del 0,4/0,5% t/t en 3T15, tras 0,4% t/t en 2T15

En 2T15, la demanda doméstica contribuyó negativamente al crecimiento con -0,3pp, debido a la disminución de la inversión (-0,4% t/t tras 1,7% t/t) y a la evolución de los inventarios. El consumo privado y público mantuvo, por su parte, un ritmo sólido de crecimiento. La demanda externa revirtió su tendencia negativa y contribuyó al crecimiento en 2T15 en 0,7pp.

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

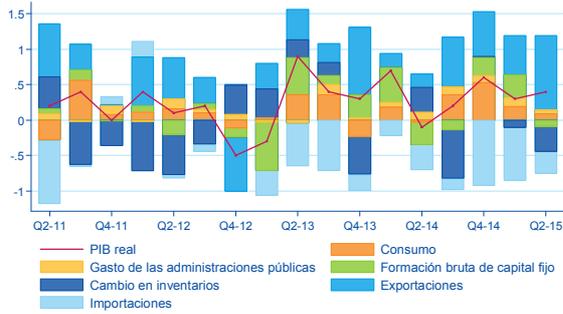
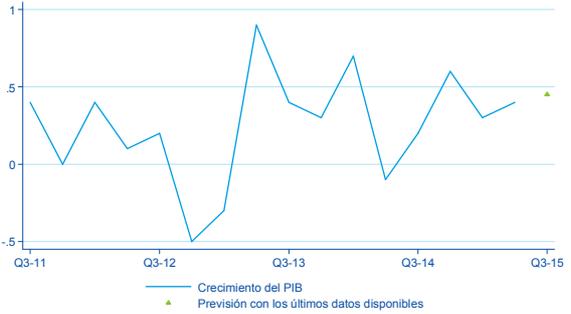


Gráfico 14
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: los PMIs empeoran en septiembre y el ESI aumenta

En septiembre, el PMI compuesto disminuye al igual que en servicios, aunque aumenta en manufacturas; los indicadores nacionales (Ifo y ZEW) se estabilizan en los mismos niveles que en el trimestre anterior y ESI sigue aumentando.

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

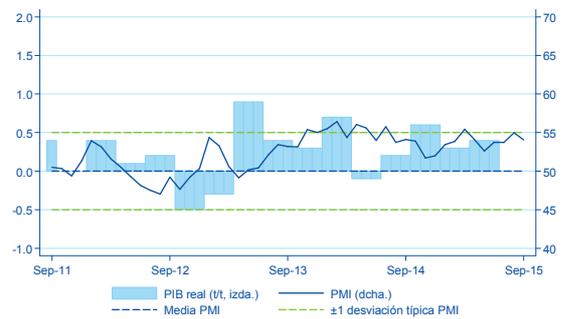
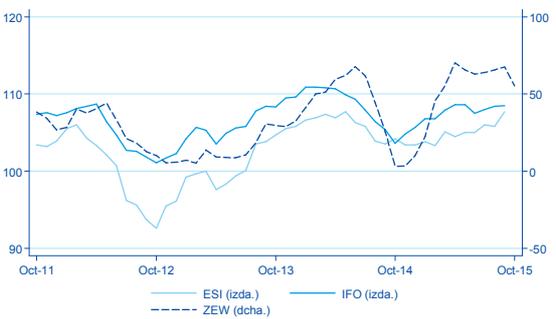


Gráfico 16
Indicador de confianza (ESI, Ifo y ZEW)*



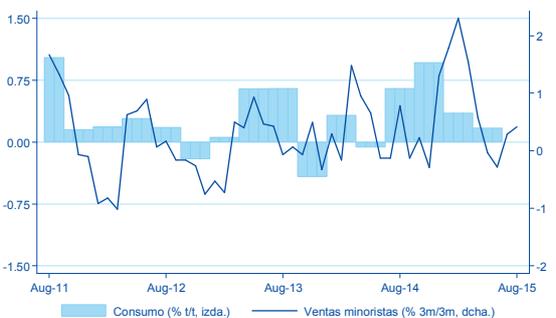
Actividad: la producción industrial y las ventas minoristas caen en agosto

La producción industrial se reduce un 1,2% m/m en agosto, pero se mantiene plana respecto al promedio de 2T15. Las ventas minoristas se moderan un 0,4% m/m y se ubican un 0,4% por encima de la media de 2T15.

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: fuerte caída de las exportaciones en agosto

Las exportaciones se hunden un 5,2% m/m en agosto, situándose un 0,6% por debajo del promedio de 2T15. Por su parte, las importaciones caen un 3,1% m/m en agosto, pero se sitúan un 0,5% por encima del promedio de 2T15.

Gráfico 19
Cuenta corriente (% del PIB)*

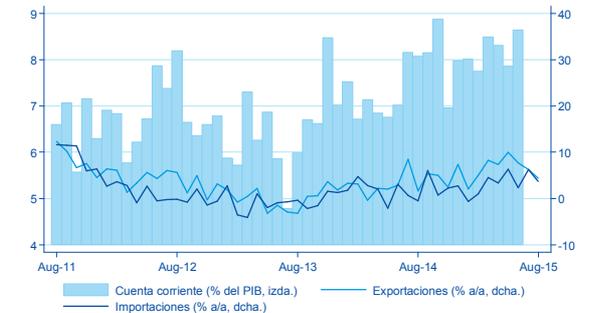


Gráfico 20
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



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

La tasa de desempleo marca su nuevo mínimo histórico (4,5%) en agosto, mientras que el crecimiento de los costes laborales se acelera hasta el 3,1% a/a en 2T15 tras el 2,8% a/a en 1T15.

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

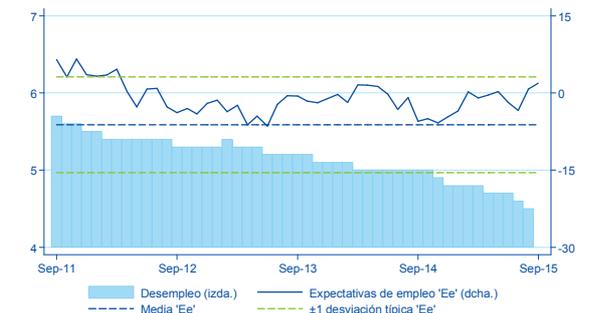


Gráfico 22
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: la inflación entra en territorio negativo (-0.2% a/a) en septiembre

En septiembre, disminuye tres décimas la inflación hasta el -0,2% a/a. Esto se explica principalmente por una notable caída de los precios de la energía.

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

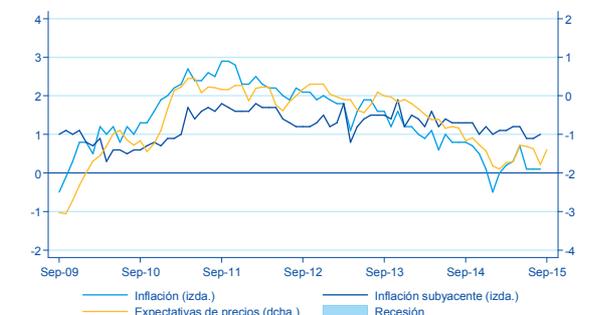
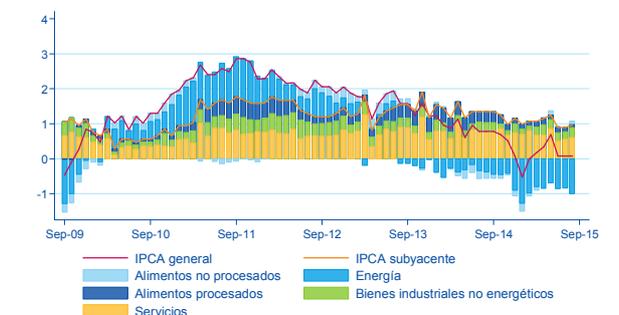


Gráfico 24
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Francia

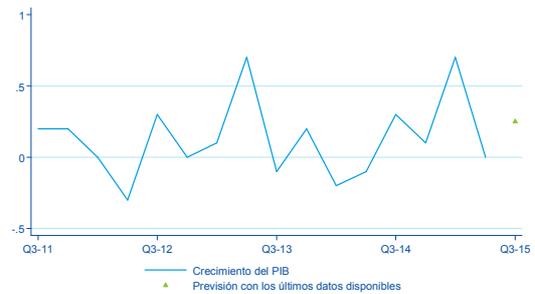
Contabilidad nacional: recuperación (0,2/0,3% t/t) tras el estancamiento del PIB en 2T15

Se observó una clara moderación de la demanda doméstica, con una notable disminución del consumo privado (0,1% t/t) y una menor del consumo público (0,3% t/t), mientras que la inversión volvió a contraerse (-0,3% t/t). Las exportaciones crecieron más que en 1T15, frente a una moderación de las importaciones, resultando en una aportación de la demanda externa neta (0,4pp).

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



Gráfico 26
PIB (% t/t) y previsiones*



Confianza: ligera mejora según los datos de septiembre

El PMI compuesto aumenta ligeramente 1,2 puntos (51,4) y los indicadores nacionales reflejan también dicha ligera mejora de la confianza, al igual que el ESI. La descomposición del PMI evidencia ligeras mejoras en las manufacturas y en los servicios.

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

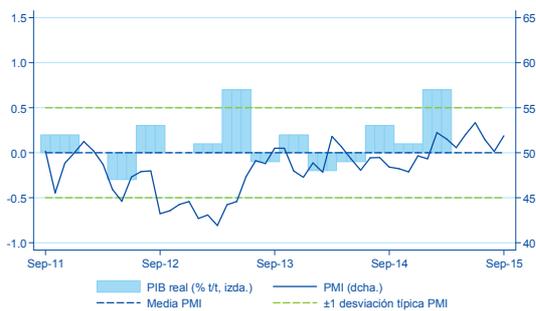
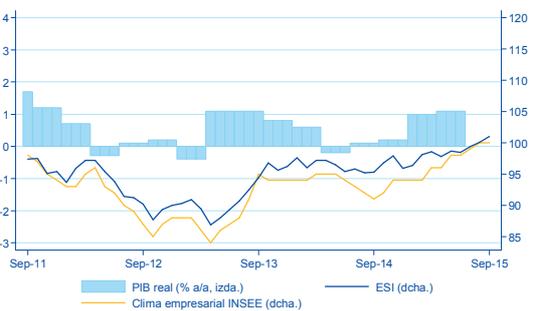


Gráfico 28
Indicador de confianza (ESI, y INSEE)*



Actividad: se recuperan la producción industrial y las ventas minoristas en agosto

La producción industrial crece con fuerza en agosto (1,6% m/m), corrigiendo la caída del mes anterior, y se sitúa en el mismo nivel que en 2T15. Igualmente las ventas minoristas crecen un 0,3% m/m en agosto y un 0,8% sobre 2T15.

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

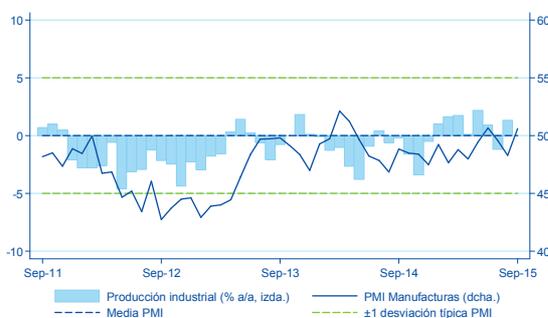
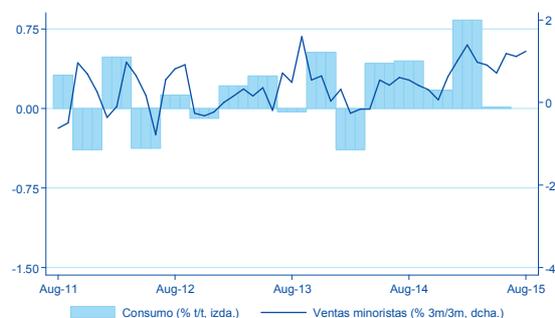


Gráfico 30
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuentes: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: disminuye el déficit comercial en julio, tras la caída de las importaciones

Las exportaciones han caído un 3% m/m en agosto, situándose un 1,1% por debajo del promedio de 2T15. Por su parte, las importaciones han registrado una caída de 3,2% m/m en agosto, y se sitúan un 1,3% por debajo del promedio de 2T15.

Gráfico 31
Cuenta corriente (% del PIB)*

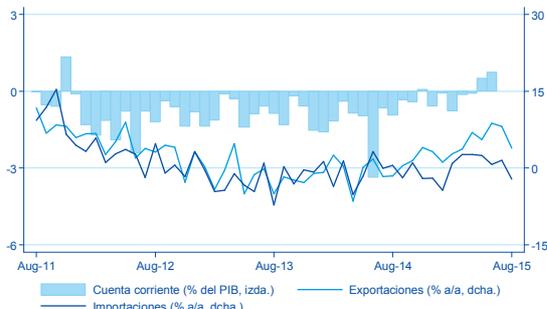


Gráfico 32
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: empeoramiento en los últimos meses

La tasa de desempleo aumenta y se sitúa en agosto en el 10,8%. Mientras tanto los costes laborales han crecido un 1,5% a/a en 2T15 tras el 0,4% de 4T14.

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

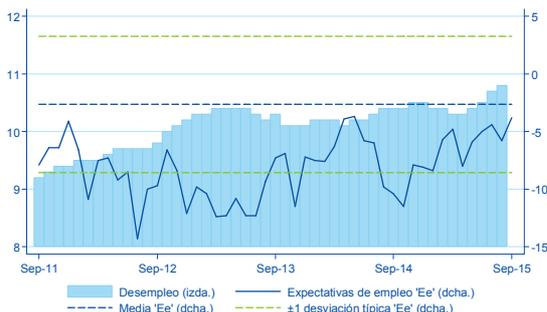


Gráfico 34
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



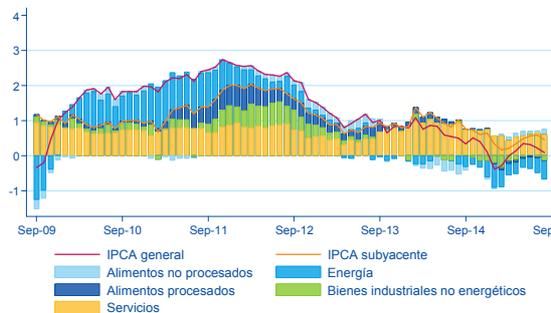
Precios: la inflación se estabiliza en el 0,1% a/a en septiembre

La inflación armonizada se mantiene en septiembre en el 0,1% a/a, por la intensificación de la caída de los precios de los productos energéticos, compensada por el aumento de los alimentos. En consecuencia, la inflación subyacente continúa en el 0,6% 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: crecimiento estable del PIB en 3T15 (0,2/0,3% t/t)

En 2T15, la demanda doméstica contribuyó 0,6pp al crecimiento, principalmente por la evolución positiva del consumo privado 0,4% t/t. Mientras que cayeron la inversión (-0,3% t/t) y el consumo público (-0,2% t/t). Los inventarios, por su parte contribuyeron en +0,4pp. Las exportaciones aumentaron 0,4% t/t, mientras que las importaciones lo hicieron un 1,0% t/t.

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



Gráfico 38
PIB (% t/t) y previsiones*



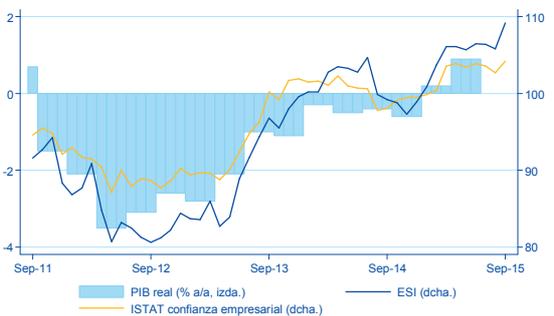
Confianza: los indicadores de confianza continúan creciendo en septiembre

El PMI compuesto se modera en septiembre, mientras los indicadores de ISTAT y el indicador de confianza de la CE vuelven a crecer con fuerza.

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



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



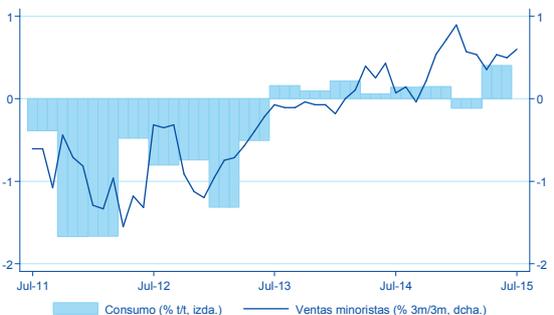
Actividad: producción industrial y ventas minoristas se animan

Pese a la contracción de agosto, la producción industrial crece un 0,5% por encima de 2T15, cuando aumentó al mismo ritmo. Las ventas minoristas aumentan un 0,4% m/m en julio, situándose un 0,1% por encima de 2T15.

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: las exportaciones caen en 3T15

Las exportaciones caen un 3,6% en agosto, y se ubican en 3T15 un 2,4% t/t por debajo de 2T15. Las importaciones vuelven a caer en agosto (-2,6% m/m) y se reducen un 2,7% t/t sobre 2T15.

Gráfico 43
Cuenta corriente (% del PIB)*

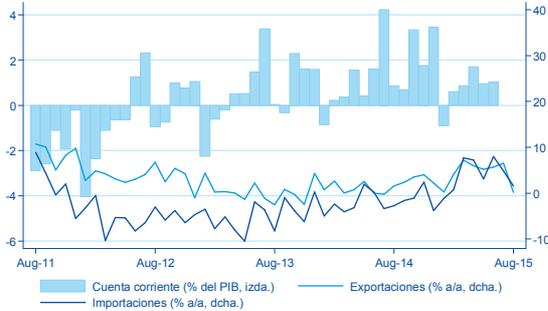


Gráfico 44
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



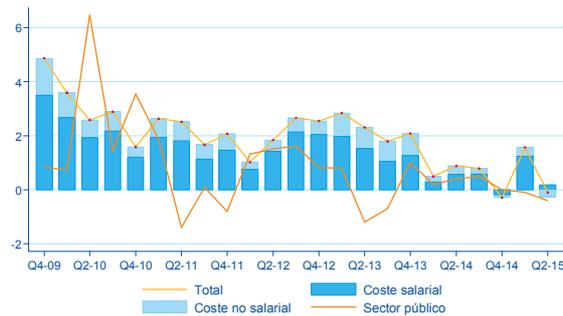
Mercado de trabajo: el desempleo continúa en la senda de reducción

La tasa de desempleo disminuye en agosto (11,9%), y está 0,8pp por debajo del registro de hace un año. Los costes laborales se reducen un 0,4% a/a en 2T15 (tras +1,1% a/a en 1T15).

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



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



Precios: la inflación se desacelera hasta el 0,2% a/a en septiembre

La tasa de inflación armonizada se modera en septiembre a un ritmo de 0,2% a/a (0,4% a/a en agosto), por una mayor caída de los bienes energéticos. La inflación subyacente también se modera hasta el 1% a/a tras el 1,1% a/a de agosto.

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

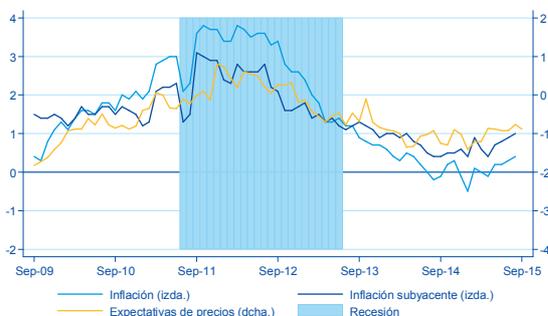
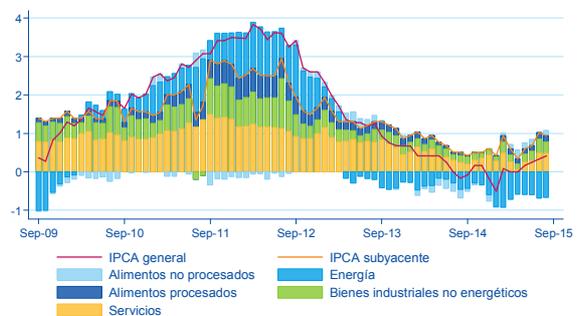


Gráfico 48
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

España

Contabilidad nacional: el crecimiento del PIB se desacelera en 3T15 (0,7% tras 1% t/t)

El segundo trimestre del año se caracterizó por una expansión robusta de la demanda doméstica, tanto privada como pública, y un retroceso marginal de la externa neta a pesar del repunte de las exportaciones.

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

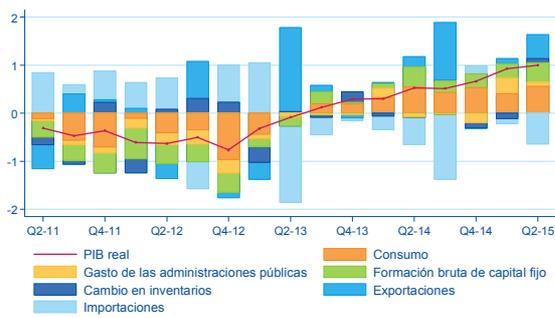
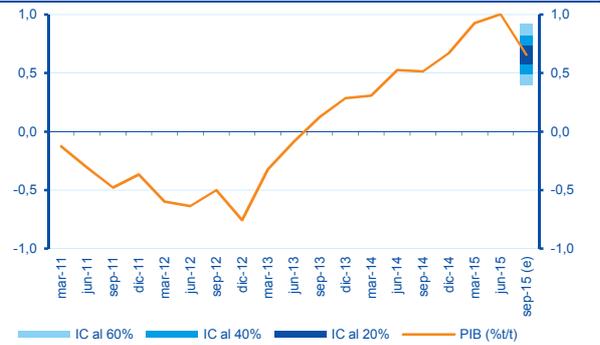


Gráfico 50
Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA*



Confianza: la confianza interrumpe su avance en 3T15

A pesar de que las expectativas de los agentes siguen siendo positivas, tanto la confianza del consumidor como industrial interrumpieron en el 3T15 su tendencia al alza

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

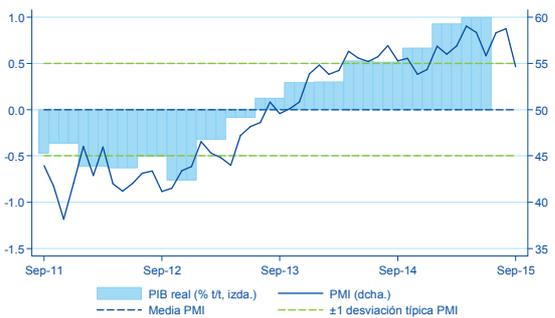


Gráfico 52
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) *



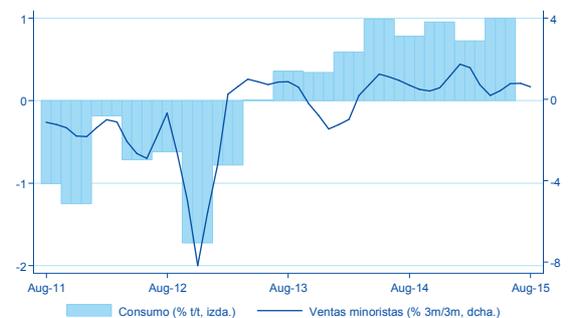
Actividad: IPI y ventas minoristas ralentizan en 3T15

La actividad en la industria se contrae en agosto (-0,8% m/m) pero crece un 0,5% el promedio de 2T15 (1,2% t/t), mientras que las ventas minoristas crecen un 0,2% m/m y crecen un 0,7% respecto a 2T15, cuando crecieron un 0,8% t/t.

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: la balanza comercial de julio mejora en el arranque de 3T15

Las exportaciones de bienes crecen con fuerza en julio, y se sitúan un 5,2% t/t por encima del promedio de 2T15, y las importaciones registran un importante aumento y mejoran un 4% respecto al trimestre anterior.

Gráfico 55
Cuenta corriente (% del PIB)*

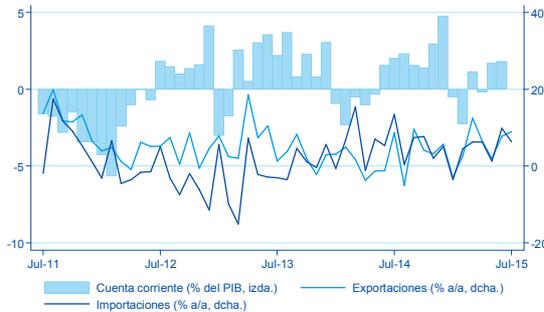
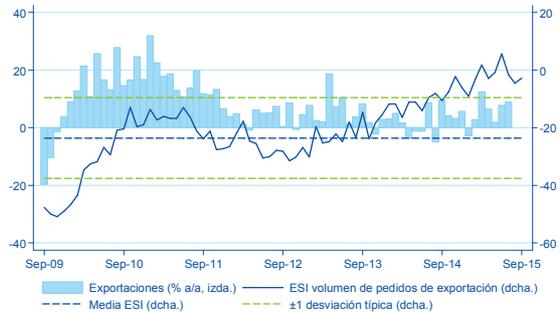


Gráfico 56
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: la recuperación del mercado laboral se desaceleró en 3T15

Tanto el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social y de la contratación, como la reducción del desempleo, se desaceleraron en el conjunto del trimestre

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

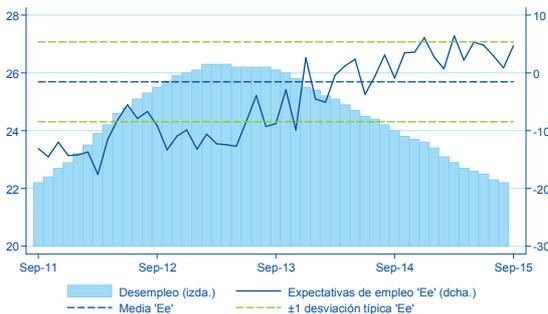
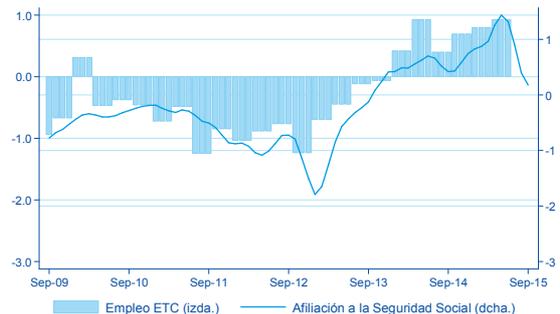


Gráfico 58
Crecimiento del empleo: C.N.T. y seguridad social (% t/t)*



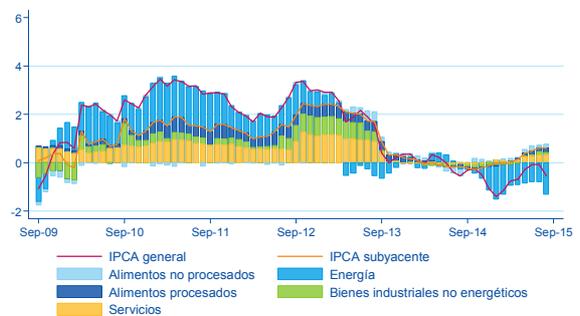
Precios: la caída de los precios continúa en septiembre

Descenso de los precios generales en septiembre debido a la presión a la baja en los precios de la energía, que deja la inflación en -0,9% a/a. La inflación subyacente continúa estable en torno al 0,7% a/a.

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.