

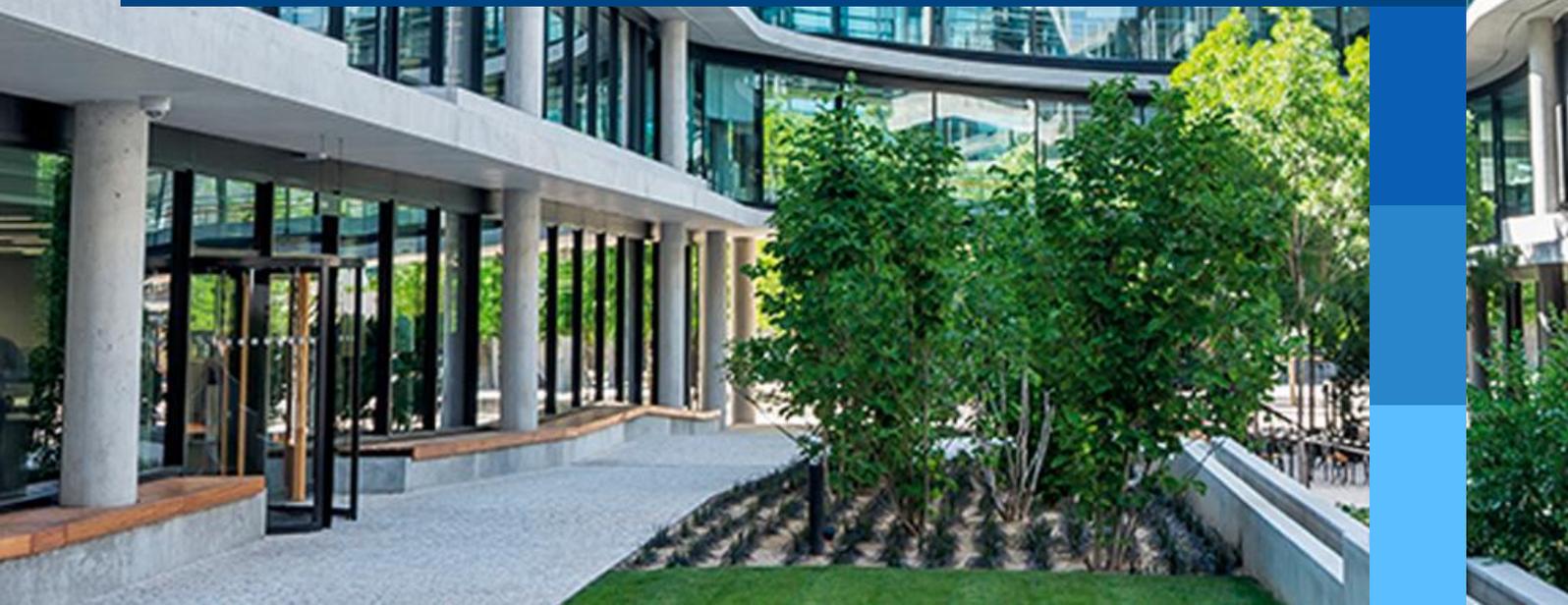
The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font. The background is a dark blue rectangle.

BBVA | Research

Observatorio Fiscal 2T17

El año comienza con buen tono de la
política fiscal

Unidad de España y Portugal



El déficit público mejora en los dos primeros meses del año

Las administraciones públicas (excluidas las corporaciones locales) cerraron el mes de febrero de 2017 con un déficit del 1,0% del PIB¹, mejorando en una décima el registrado hasta febrero del año anterior. En términos de subsectores, **la administración central es la que ha contribuido a esta mejora del saldo público**, mientras que comunidades autónomas y Seguridad Social mantuvieron sus saldos del año pasado (véase el Gráfico 1).

Respecto a la administración central, **el dato de febrero todavía no muestra los principales efectos de las subidas impositivas aprobadas a finales del año pasado**². De esta forma, los ingresos impositivos acumulados a febrero de 2017 de la administración central cayeron, afectados fundamentalmente por los cambios normativos en los impuestos especiales³ y la moderación en el devengo de los impuestos sobre la renta. Por su parte, el gasto de la administración se ajustó en tres décimas respecto al mismo periodo de 2016, sobre todo por las menores transferencias del Estado a otras administraciones y la menor aportación al presupuesto de la UE. Se observa, no obstante, una contención en prácticamente todas las partidas del gasto (véase el Gráfico 2).

La Seguridad Social mantiene el saldo del año pasado, pese al avance del empleo

La Seguridad Social ha registrado un superávit acumulado del 0,1% del PIB hasta el mes de febrero de 2016, el mismo nivel que el observado el año anterior. **El aumento de la afiliación junto con la elevación de las bases máximas de cotización en un 3%, impulsaron los ingresos por cotizaciones sociales**, pero no fue suficiente para compensar la caída de los intereses del Fondo de Reserva y las menores transferencias recibidas de la administración central (véanse los Gráficos 1 y 2).

Por el lado del gasto, **la caída del número de beneficiarios ha favorecido unos menores pagos por prestaciones por desempleo**, que no llegan a compensar el aumento del gasto en pensiones, derivado del aumento tanto en el número de perceptores como en el importe de la pensión media -ya que los nuevos pensionistas se incorporan al sistema con pensiones más elevadas-. Como consecuencia, el gasto de la Seguridad Social creció un 1,3% respecto al mismo periodo del año pasado.

El aumento de los ingresos autonómicos favorece el crecimiento del gasto de las comunidades

El déficit de las comunidades autónomas se situó, a finales de febrero de 2017, en el 0,1% del PIB, igualando el registrado hasta febrero del año anterior. Los ingresos no financieros de las comunidades autónomas crecieron un 2,8% respecto al año anterior, impulsados por las entregas a cuenta y por el dinamismo observado en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados (especialmente en Cataluña, Madrid y la

1: Todo el análisis de este informe hace referencia al saldo público excluidas las ayudas a las instituciones financieras.

2: Entre otras, subida impositiva en los impuestos especiales sobre productos intermedios, sobre alcohol y bebidas derivadas y sobre las labores del tabaco; en el impuesto sobre sociedades, limitación a la compensación de bases imponibles negativas, reversión de la deducibilidad de las pérdidas por deterioro del valor de participación, etc; actualización y aumento de los topes máximos de cotización; y modificaciones en la normativa sobre el aplazamiento o fraccionamiento de las deudas tributarias (véase el RDL 3/2016, de 2 de diciembre en <https://goo.gl/J5b65m>).

3: El anuncio de la subida del impuesto sobre las labores del tabaco a partir de enero de 2017, produjo grandes salidas de los depósitos fiscales en los últimos meses del año pasado, que aumentaron la recaudación del impuesto. Dicho efecto, se irá compensando a lo largo del año, hasta que se normalice el nuevo impuesto.

Comunidad Valenciana) y en el impuesto sobre sucesiones y donaciones. Por otro lado, el gasto autonómico volvió a crecer respecto a febrero de 2016, influido por los mayores gastos en remuneración de asalariados (algunas comunidades han reintegrado parte de la paga extraordinaria de 2012) y por el aumento del gasto en conciertos educativos y sanitarios. La recuperación, ya en 2016, de los tipos de interés aplicables a los mecanismos de financiación extraordinarios hace que ya no haya grandes márgenes de reducción del gasto en intereses (véanse los Gráficos 2 y 3).

En términos de esfuerzo fiscal, las comunidades que más ajustaron su déficit respecto al año anterior fueron la Comunidad Valenciana, Extremadura, Navarra y Canarias. Por el contrario, La Rioja, Murcia, Castilla-La Mancha y Baleares han incrementado su saldo negativo respecto al observado hasta febrero de 2016.

El ciclo favorecerá la consecución de los objetivos de estabilidad, pero con un exigente control del gasto público

Las previsiones de BBVA Research sugieren un crecimiento **de la recaudación tributaria apoyado en una paulatina recuperación cíclica de las bases imponibles, y en las últimas subidas impositivas**. Igualmente, las medidas de incentivación a la contratación indefinida continuarán restando dinamismo a la cotizaciones sociales durante 2017. Por su parte, el ciclo económico volverá a impulsar la recaudación tributaria. Así, los ingresos públicos de 2017 se elevarán hasta el 38,3% del PIB (cinco décimas por encima del cierre de 2016) y hasta el 38,8% en 2018.

Por el lado del gasto, **se espera que siga ajustándose ligeramente a lo largo de los dos próximos años**, sobre todo por la mejora prevista en el mercado laboral -que reducirá el importe de las prestaciones por desempleo- y por la reducción de los costes financieros. Como consecuencia, el gasto público se situará a final de 2017 en torno al 40,9% del PIB, en niveles semejantes a los de comienzos de la crisis (véase el Cuadro 1).

De esta forma, se presume que durante el bienio 2017-2018 el ciclo económico vuelva a corregir el deterioro fiscal, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por una menor presión de la carga de intereses y de las prestaciones sociales. Así, **en un escenario sin cambios en la política fiscal, el déficit se reduciría hasta situarse en el -3,1% en 2017 y -2,2% en 2018, en línea con los objetivos de estabilidad**. De producirse este escenario, el saldo público ajustado de ciclo se situaría en torno al -2,3% a finales de 2018. Si se descuenta el importe del pago por intereses, se estaría registrando un superávit primario estructural en torno al 0,2% del PIB. Ello supone que **no se espera una mejora estructural de las cuentas públicas significativa**, lo que implicaría una orientación de la política fiscal globalmente neutral (véanse los Gráficos 4 y 5)

En este mismo sentido se **enmarca la reciente actualización del Programa de estabilidad y crecimiento (PEC) para 2017-2020 en el cual el Gobierno central no aporta novedades respecto a las medidas conocidas**. De esta forma, el Gobierno apuesta por mantener una ratio de ingresos públicos ligeramente por encima del 38% del PIB, favorecida por el buen tono del escenario macroeconómico; mientras que el gasto público mantendría una senda decreciente, ayudada por la aplicación de la regla de gasto que sitúa su crecimiento ligeramente por debajo de la

evolución del PIB nominal. De esta forma, el Gobierno prevé que el saldo primario ajustado de ciclo permanezca constante en torno al 0,1% del PIB potencial.

Si bien **la recuperación económica debería favorecer la consecución de los objetivos contemplados en la actualización del PEC, uno de los principales riesgos es la incertidumbre existente sobre la evolución de los recursos**. Por un lado, la variabilidad de la normativa impositiva de los últimos años, junto al cambio en la composición de las bases imponibles derivado del cambio de la estructura productiva, hace que sea difícil la estimación de su impacto sobre la recaudación impositiva pudiendo dar lugar a desviaciones sobre la previsión⁴.

Por otro lado, aunque semejantes a las de BBVA Research, las previsiones sobre la evolución de los ingresos públicos que ha hecho el Gobierno resultan algo optimistas si se parte del (prudente) escenario macroeconómico utilizado. En particular, el Gobierno estima que el crecimiento del PIB nominal será un punto porcentual inferior a lo que prevé BBVA Research. **Con este supuesto, el aumento de los ingresos tributarios de BBVA Research sería un dos por ciento menor que el incluido en el proyecto del PGE para 2017** (veáse el Cuadro 1). Esto, en términos de la ratio de ingresos sobre PIB, supondría en torno a cuatro décimas de menor recaudación. De esta forma, el mayor riesgo que se observa radica en la previsión de la recaudación del impuesto sobre sociedades y del IVA. Mientras, los ingresos estimados para el IRPF y los impuestos especiales, parecen más ajustadas a su escenario macroeconómico.

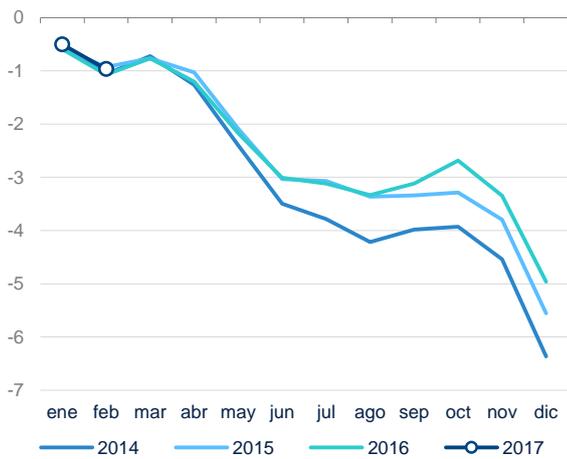
Igualmente, el mayor crecimiento esperado por BBVA Research favorece la previsión de ajuste del gasto público, de tal manera, que **el esfuerzo de consolidación fiscal previsto es menor al estimado por el Gobierno** en su actualización del PEC (veáse el Gráfico 7). En particular, dada la ausencia de nuevas medidas de contención del gasto, resultan especialmente exigentes las previsiones del Gobierno en relación a la remuneración de asalariados, consumos intermedios, y sobre todo, a la inversión pública, esta última en niveles tan reducidos que ya no cubren la depreciación del capital público en algunas regiones (Serrano et al (2017)⁵). Lo anterior sería compensado por un crecimiento del PIB nominal superior al que prevé el Gobierno.

Junto a todo ello, **existen riesgos sobre la aplicación de la regla de gasto, sobre todo en las haciendas territoriales**. Por un lado, las corporaciones locales a pesar de ser un sector con superávits crecientes, encuentra su capacidad de gestión limitada por la aplicación de la regla de gasto. Esta restricción genera presiones para que se modifique la normativa actual y que las haciendas locales con las cuentas saneadas puedan reinvertir su superávit (incrementando pues su gasto). Por otro lado, el cumplimiento de los objetivos de estabilidad parece desincentivar el cumplimiento de la regla de gasto en las comunidades autónomas, por lo que en un contexto en el que los objetivos autonómicos son factibles, existe el riesgo que el gasto crezca más de la limitación legal.

4: A modo de ejemplo, en la última reforma tributaria, del IRPF y del impuesto sobre sociedades, el impacto negativo sobre la recaudación se cifró en unos 9.000 millones de euros para el bienio 2015-2016, mientras que la última estimación presentada eleva dicho impacto hasta los 12.309 millones.

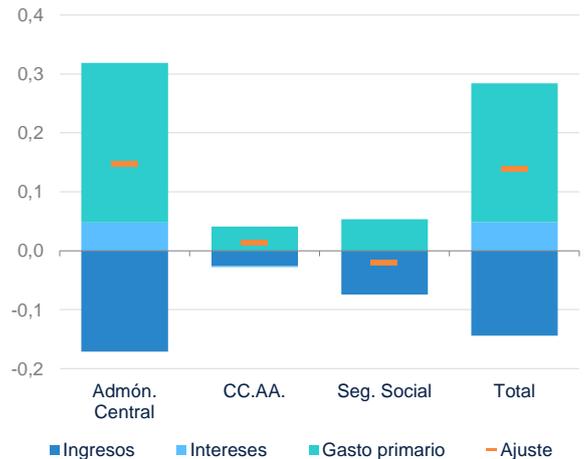
5: Serrano Martínez, Lorenzo, Pérez García, F., Mas Ivars, M., Uriel Jimenez, E. (dirs), "Acumulación y productividad del capital en España y sus comunidades autónomas en el siglo XXI", Fundación BBVA. 2017.

Gráfico 1 AA.PP.: capacidad / necesidad de financiación*, excluidas las corporaciones locales (% del PIB)



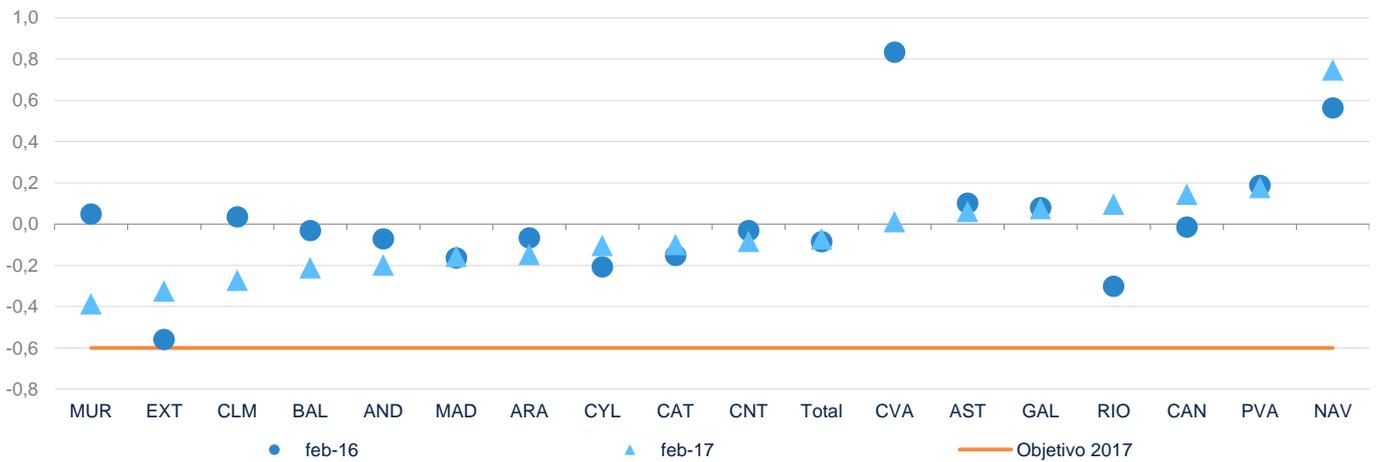
(*) Excluidas las ayudas a las instituciones financieras
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico 2 AA.PP.: ajuste del saldo público*, acumulado ene-feb 2017 frente al mismo periodo del año anterior (pp del PIB)



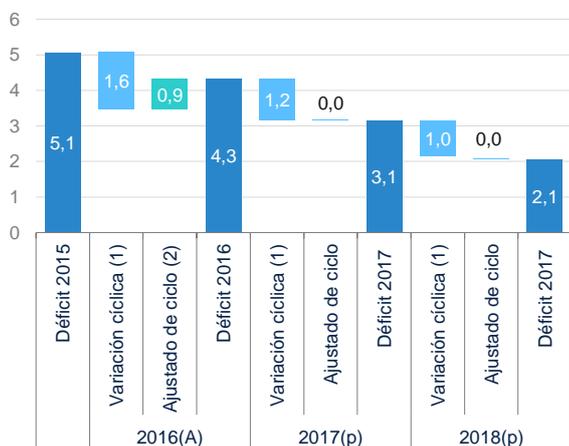
(*) Excluidas las corporaciones locales y las ayudas a las instituciones financieras
Nota: (+) Se reduce el déficit por un aumento de los ingresos y/o una caída del gasto; (-) se incrementa el déficit por una caída de los ingresos y/o un aumento del gasto
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico 3 CC.AA.: capacidad / necesidad de financiación acumulada a febrero de 2017 (% del PIB regional)



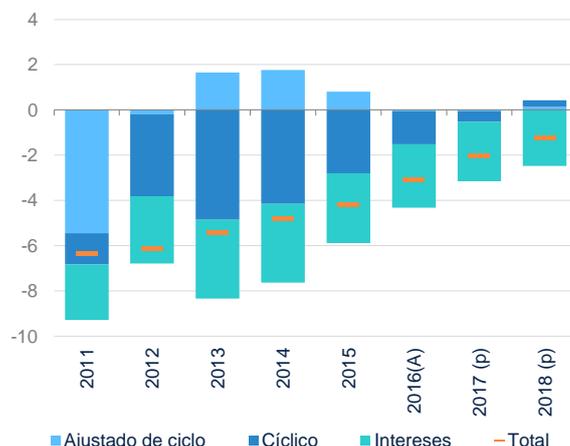
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico 4 AA.PP.: capacidad / necesidad de financiación* (% del PIB)



(*) Excluidas las ayudas a las instituciones financieras
 (A) Avance; (p) previsión
 (1) Incluye la variación en la carga de intereses; (2) 2016: 0,4pp deterioro estructural + 1,2pp políticas expansivas – 0,7pp medidas de ajuste fiscal
 Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

Gráfico 5 AA.PP.: descomposición de la necesidad de financiación* (% del PIB)



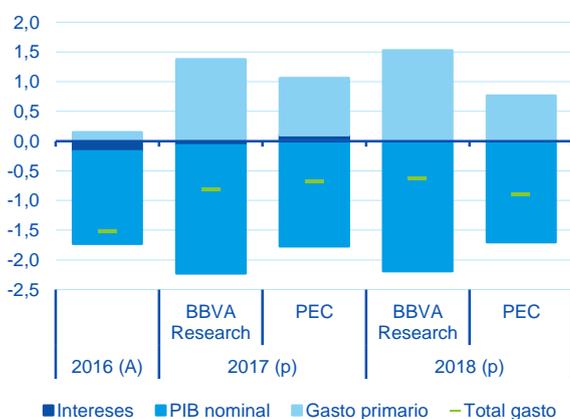
(*) Excluidas las corporaciones locales y las ayudas a las instituciones financieras
 (A) Avance; (p) previsión
 Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

Gráfico 6 AA.PP.: principales figuras tributarias previstas para 2017 (% a/a)

	PGE2017	BBVA Research	BBVA Reserch con cuadro macro del Gobierno
IRPF	7,7%	8,8%	7,3%
Sociedades	12,6%	11,6%	4,1%
IVA	7,3%	6,3%	4,3%
II.EE.	4,6%	6,9%	4,4%
Ingresos tributarios	7,9%	7,5%	5,4%
Pro memoria			
PIB real		3,0	2,5
Deflactor		2,1	1,6
PIB nominal		5,1	4,1

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

Gráfico 7 AA.PP.: contribución a la variación del gasto público* (pp del PIB)



(*) Excluidas las ayudas a las instituciones financieras
 (A) Avance; (p) previsión
 Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

Cuadro 1. AA.PP.: necesidad de financiación, excluidas las ayudas a las instituciones financieras

% del PIB	2015	2016(A)	2017	2018
Remuneración de asalariados	11,1	10,9	10,8	10,8
Consumos intermedios	5,3	5,0	4,9	4,9
Intereses	3,1	2,8	2,6	2,6
Prestaciones sociales	15,8	15,6	15,3	15,0
De las cuales: desempleo	1,9	1,7	1,5	1,3
Formación bruta de capital	2,4	2,0	2,1	2,1
Otros gastos	6,0	5,8	5,7	5,6
Gasto no financiero	43,7	42,2	41,5	40,9
Impuestos sobre la producción	11,9	11,6	11,8	12,0
Impuestos sobre la renta, la riqueza, etc.	10,1	10,0	10,4	10,7
Cotizaciones sociales	12,3	12,2	12,2	12,2
Impuestos sobre el capital	0,6	0,6	0,6	0,6
Otros ingresos	3,7	3,4	3,4	3,3
Ingresos no financieros	38,6	37,9	38,3	38,8
Necesidad de financiación	-5,1	-4,3	-3,1	-2,1
Objetivo de estabilidad	-4,8	-4,6	-3,1	-2,2

(A) Avance

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

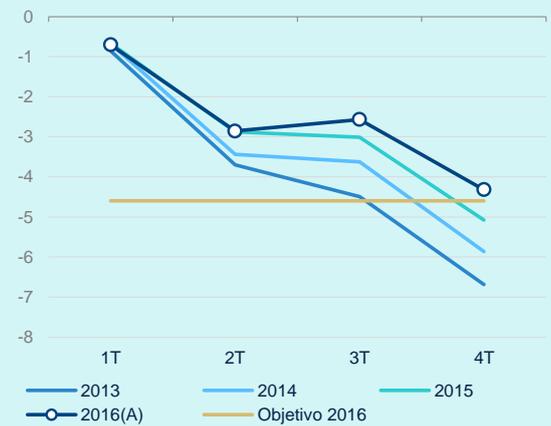
Recuadro

El déficit público de 2016 se redujo hasta el 4,3% del PIB

El déficit del conjunto de administraciones públicas cerró 2016 con un -4,3% del PIB frente al -4,4% del PIB previsto por BBVA Research. De esta forma, las administraciones públicas españolas redujeron el déficit en 0,8 puntos porcentuales (pp) del PIB, **cumpliendo con el objetivo de estabilidad exigido para ese año (-4,6%)**, incluso si se añaden las ayudas a una parte del sector financiero⁶.

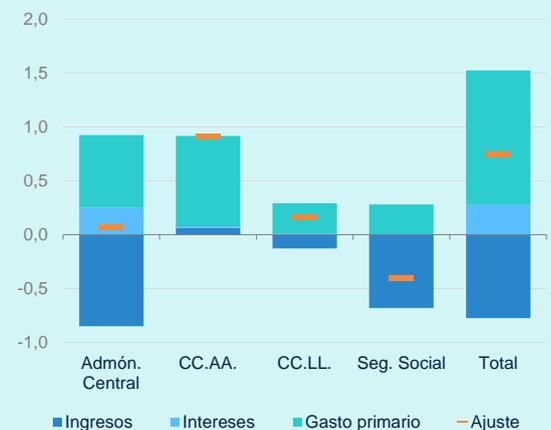
Por administraciones públicas **el mayor esfuerzo fiscal se observó en las comunidades autónomas**, que disminuyeron su déficit en torno a 0,9 pp hasta situarlo en el 0,8% del PIB, una décima por encima de su objetivo de estabilidad (-0,7%). Las **corporaciones locales volvieron a incrementar su superávit** hasta el 0,6% del PIB, mejorando su objetivo de equilibrio presupuestario. Por su parte, la administración central cerró 2016 con un déficit del 2,5% del PIB, apenas una décima por debajo del registrado en 2015, y por encima de su objetivo de estabilidad (-2,2%). Mientras, la Seguridad Social volvió a empeorar su saldo del año anterior y registró un déficit del 1,6% del PIB, si bien, se situó por debajo de su objetivo de -1,7% (véanse los Gráficos R.1 y R.2)

Gráfico R.1 AA.PP.: capacidad / necesidad de financiación* (% del PIB)



(*) Excluidas las ayudas a las instituciones financieras (A) avance
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFFP

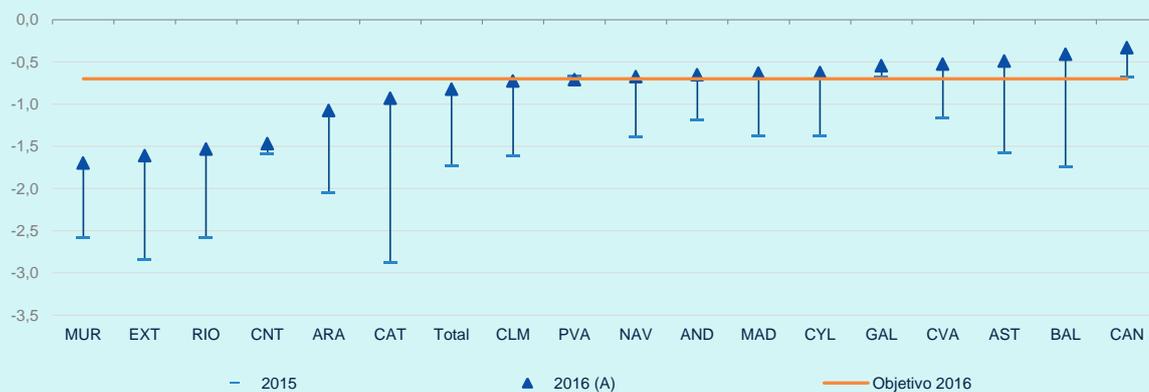
Gráfico R.2 AA.PP.: variación de la capacidad / necesidad de financiación* en 2016 (pp del PIB)



(*) Excluidas las ayudas a las instituciones financieras (A) avance
Nota: (+) aumentan los ingresos y se reduce el déficit; (-) caen los ingresos y aumenta el déficit
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFFP

6: Que ascendieron a 2.389 millones de euros en 2016.

Gráfico R.3 CC.AA.: capacidad / necesidad de financiación en 2016 (% del PIB regional)



(A) avance
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

El déficit autonómico se redujo gracias a la evolución de la recaudación

El buen resultado en las cuentas de los gobiernos regionales se ha debido fundamentalmente al **aumento de los ingresos autonómicos** procedentes del sistema de financiación (que les ha reportado algo más de 6.000 millones de euros adicionales), mientras que el gasto autonómico se ajustó, favorecido por la caída del gasto en inversión.

En términos de esfuerzo fiscal, **todas las comunidades redujeron su déficit respecto a 2015, salvo Cantabria, País Vasco y Galicia que lo mantuvieron. Destaca el esfuerzo de más de un punto del PIB realizado en Cataluña, Baleares, Extremadura, la Comunidad Valenciana y Asturias** (véase el Gráfico R.3). Como resultado, once comunidades de las diecisiete habrían situado su déficit en torno al 0,7% del PIB, cumpliendo así el objetivo de estabilidad.

El ajuste del déficit público se debió, fundamentalmente, a la contención del gasto

En 2016 **los ingresos públicos cayeron ocho décimas hasta situarse en el 37,9% del PIB (en línea con el 38% previsto por BBVA Research)**⁷. Los ingresos tributarios registraron una caída de cuatro décimas respecto al cierre de 2015, ya que las modificaciones tributarias de final de año compensaron solo en parte el efecto negativo de la rebaja impositiva implementada en 2015 y a inicios de 2016⁸. Por su parte el gasto público cayó en alrededor de un punto y medio porcentual del PIB respecto al año anterior, situándose en el 42,2% del PIB, ligeramente por debajo de lo esperado por BBVA Research (42,4%).

Analizando el ajuste fiscal por subsectores, en el Gráfico R.2 puede observarse cómo la

7: BBVA Research (2017), España: hacia una política fiscal neutral en el bienio 2017-2018. Disponible en <https://goo.gl/OGwH13>

8: Reforma pública en el BOE de 28 de noviembre de 2014. Un resumen de las medidas puede consultarse en <https://goo.gl/1uJQ1z>

Recuadro

caída del gasto registrada a lo largo de 2016, aunque generalizada, fue más intensa en las comunidades autónomas y en la administración central. Por otro lado, la disminución de los ingresos fue significativamente intensa en la administración central y la Seguridad Social.

Las rebajas impositivas condicionan la recuperación estructural de las cuentas públicas en 2016

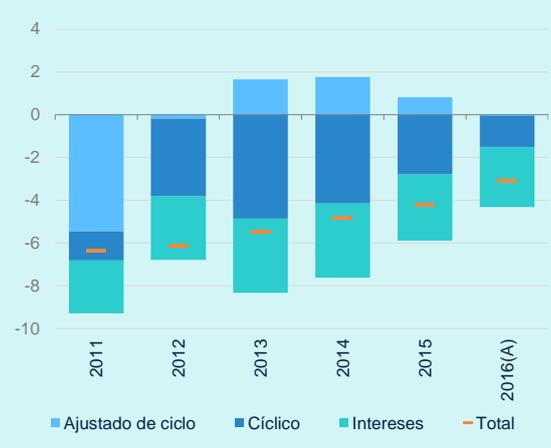
Según las estimaciones de BBVA Research, el cierre de 2016 **supone un deterioro del déficit primario ajustado de ciclo de 0,9 pp del PIB⁹** (véase el Gráfico R.4), debido, fundamentalmente, **a las rebajas impositivas discrecionales** acometidas a lo largo de 2015¹⁰. Dicho deterioro fue compensado por el **impacto positivo del ciclo económico** tanto en la recuperación de las bases imponibles como en el gasto, y por la caída en la carga financiera de la deuda, que en conjunto **habrían contribuido a una reducción del déficit de 1,6 pp del PIB.**

Por el lado de los ingresos, el ciclo económico habría impulsado la recaudación impositiva de 2016 en torno a 1,4 pp del PIB potencial, de la mano de los impuestos sobre la renta y sobre la producción. Este aumento de los recursos tributarios se habría producido en gran parte gracias a la mejoría de las bases imponibles, que fue

fundamentalmente cíclica. Lo anterior **habría compensado la caída estructural de 1,3 pp del PIB potencial derivada de la rebaja fiscal.**

Por otro lado, en términos del PIB potencial, el ciclo económico habría favorecido la reducción del gasto en 2016 en apenas una décima, principalmente por parte de las prestaciones por desempleo. Por el contrario la expansión en el gasto en pensiones estaría reflejando tanto el aumento del número de perceptores como de la cuantía de la pensión media. Junto a ello, las cifras de 2016 vienen a confirmar que **las políticas de ajuste se habrían concentrado nuevamente en los consumos intermedios y en la formación bruta de capital**, situando esta última en niveles inéditos desde finales de los 80.

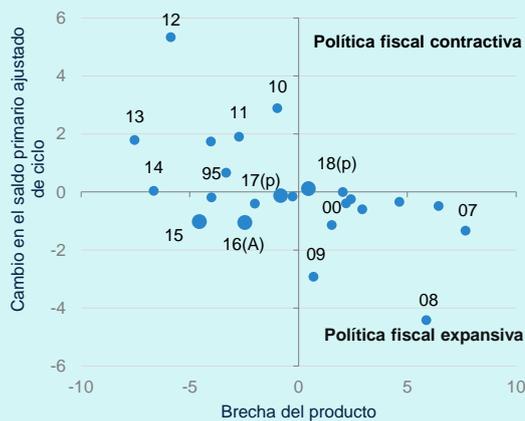
Gráfico R.4 AA.PP.: descomposición de la capacidad / necesidad de financiación* (% del PIB)



(*) Excluidas las ayudas a las instituciones financieras (A) avance
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

9: En la descomposición del saldo público, el saldo cíclico es aquel asociado a las variaciones cíclicas de la actividad, y el saldo estructural aquél derivado de las decisiones discrecionales o del deterioro permanente de alguno de sus componentes.
10: Léase, entre otras, la rebaja del impuesto sobre sociedades.

Gráfico R.5 AA.PP.: impulso fiscal* y ciclo económico (% del PIB potencial)



(*) Excluidas las ayudas a las instituciones financieras
 (A) avance; (p) previsión
 Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Se mantuvo el tono expansivo de la política fiscal iniciado en 2015

Esta descomposición de los ingresos y gastos en los factores cíclico y estructural, permite realizar una valoración de la naturaleza del ajuste fiscal llevado a cabo en los últimos años. Así, en el Gráfico R.5 puede observarse que el tono contractivo de la política fiscal iniciado en 2010 finalizó en 2014. Por el contrario, **la rebaja impositiva de 2015 y otras decisiones discrecionales¹¹ de expansión del gasto, hicieron que el tono de la política fiscal cambiara a expansiva.**

Si comparamos la evolución de las cuentas públicas en la crisis actual (iniciada en 2007) con la que aconteció a principios de los 90, puede observarse que en **la crisis del 2007**

11: Entre otras, la subida del 1% de los salarios de los funcionarios públicos, la devolución de la parte pendiente de la paga extraordinaria retirada en diciembre de 2012, restitución de los días libres por asuntos propios, aumento de la tasa de reposición, etc.

el deterioro de las cuentas públicas fue fundamentalmente estructural, mientras que el impacto negativo del ciclo, aunque algo más persistente en la última crisis, fue semejante. Igualmente **la recuperación estructural ha sido más rápida en la crisis actual que en la de los 90, y la salida¹² está siendo más suave** (véanse los Gráficos R.6 y R.7).

Por el lado del gasto, el impacto del deterioro cíclico fue reducido al comienzo de la crisis, observándose un rápido aumento del gasto cíclico en el desempleo, prestaciones sociales e intereses a partir del año 2010. En la salida el ajuste cíclico del gasto está siendo semejante en ambas ocasiones.

Respecto a los ingresos, el comportamiento en ambas crisis fue el contrapuesto. En el 90 aumentaron los ingresos estructurales, mientras que en el 2007 cayeron arrastrados por el deterioro estructural de los impuestos sobre la producción y la renta. En ambas ocasiones la recuperación de los ingresos estructurales se frenó a causa de sendas rebajas impositivas (1998 y 2015) justo al comienzo de la salida de la crisis.

12: Se toma como punto de inflexión el año en el que el saldo cíclico alcanzó su mínimo (1996 y 2013, respectivamente, año 7 en los gráficos).

Recuadro

**Gráfico R.6 AA.PP.: saldo ajustado de ciclo*
(% del PIB potencial)**



(*) Excluidas las ayudas a las instituciones financieras
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

**Gráfico R.7 AA.PP.: saldo cíclico*
(% del PIB potencial)**



(*) Excluidas las ayudas a las instituciones financieras
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

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.