

MARZO 2026

Perspectivas y rentabilidad del sector inmobiliario

Mensajes principales. Previsiones

Los determinantes de la demanda de vivienda continuarán sólidos en el presente bienio



Los tipos de interés permanecerán en niveles relativamente bajos. La renta salarial seguirá aumentando por las dos vías, crecimiento del empleo y subida de los salarios. Además, el saldo migratorio (550 000 anual) mantendrá la formación de hogares en cotas próximas a las 200 000 unidades al año. Por su parte, se espera que la compra por parte de extranjeros siga siendo elevada, en parte por la tensión geopolítica

En la actualidad, el incentivo a la compra es superior al del alquiler



El esfuerzo, en términos de renta salarial, para acceder a una vivienda en alquiler es muy superior al de la compra (una vez descontada la entrada exigida para adquirir un préstamo hipotecario). De hecho, desde comienzos de 2025 se ha intensificado la intención de compra de vivienda en todos los cuartiles de renta, años atrás solo destacaba la mayor intención del cuartil de renta superior.

La subida de precios continuará evidenciando el desequilibrio entre oferta y demanda



A pesar de que distintos factores continuarán apoyando el crecimiento de la demanda, la falta de oferta a precio asequible puede limitar el avance de las ventas (-1,6 % en 2026 y 1,1 % en 2027). La construcción de vivienda nueva crecerá (12,5 % en el bienio), pero de manera insuficiente, y no evitará que el precio de la vivienda crezca con fuerza tanto en 2026 (10,2 %) como en 2027 (6,8 %). La moderación hacia el siguiente año sería consistente con la moderación de las ventas.

Las tensiones geopolíticas podrían elevar los costes de producción y afectar la demanda



Al igual que sucedió con la invasión de Rusia a Ucrania en 2022, el conflicto en Oriente Medio podría derivar en un incremento del precio de las materias primas asociadas a la construcción, lo que podría afectar a la ya reducida rentabilidad del sector y, por tanto, al desarrollo de nuevos proyectos. El aumento de la inflación supondrá un riesgo para la recuperación de poder adquisitivo y la capacidad de compra de los hogares.

Mensajes principales. Rentabilidad

Se incluye la actualización de un análisis anterior sobre la rentabilidad del sector de la construcción residencial ([aquí](#)), ofreciendo datos de 2024



En general, los principales mensajes se mantienen. La rentabilidad de las empresas españolas es inferior a la media europea en las principales actividades de la economía, aunque las diferencias son particularmente acuciantes en la construcción. Sigue evidenciándose un mayor peso de las pymes que en las economías del entorno, las cuales son menos rentables que las grandes.

La ROE del sector de la construcción residencial mejoró en 2024, pero sigue siendo relativamente baja



La ROE en 2024 apenas difiere de la de 2023 y sigue situándose sensiblemente por debajo de lo que se observa en otros países europeos. Los márgenes se mantienen relativamente en línea con lo observado en años recientes, aunque mostraron una leve mejora en 2024. La reducida rentabilidad sigue estando explicada, principalmente, por la baja rotación de activos y el elevado peso de los recursos propios en la financiación.

Incrementar la oferta pasa por aumentar la rentabilidad, sobre todo de las pequeñas empresas



Acelerar los plazos de transformación del suelo debe ser una prioridad. Además, sería recomendable mejorar la regulación, incidir en la reducción de los costes operativos de las empresas, e impulsar la productividad. A este respecto, la puesta en marcha de fondo soberano “España crece” podría favorecer la rentabilidad del sector si ello permite la liberación de recursos propios.

La falta de consenso y coordinación entre administraciones está obstaculizando reformas clave para ampliar la oferta de vivienda



La ausencia de acuerdos políticos está dificultando el cumplimiento de los objetivos del sector. En un contexto de escasez de producto, resulta prioritario focalizar los esfuerzos en medidas que impulsen la oferta de vivienda, tanto en compra como en alquiler.

1. El sector de la construcción residencial en España

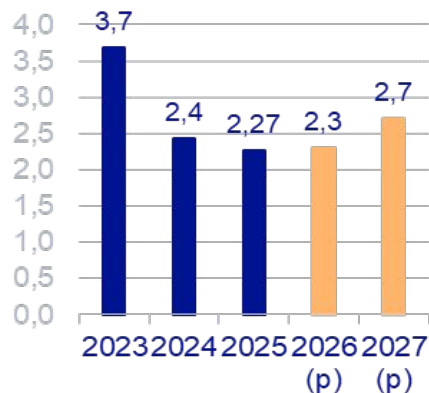
Previsiones 2026-2027

Previsiones

Los determinantes de la demanda permanecen sólidos

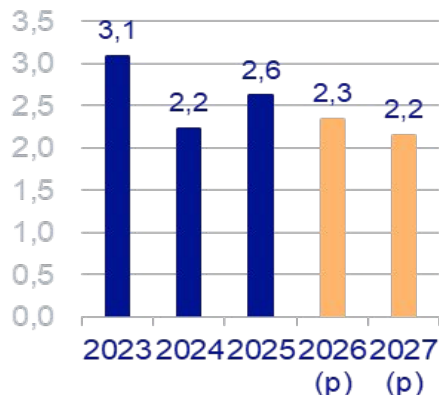
EURIBOR 12 MESES*

(%)

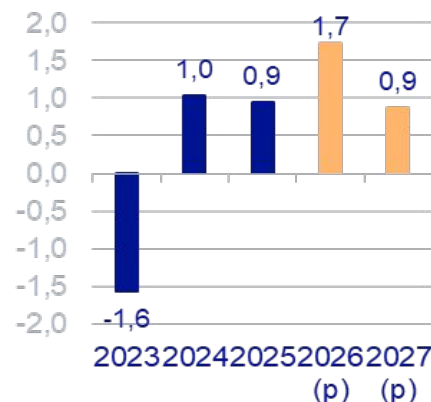


EMPLEO EPA

(%, A/A)



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO EN REALES (% A/A)



*Final de periodo

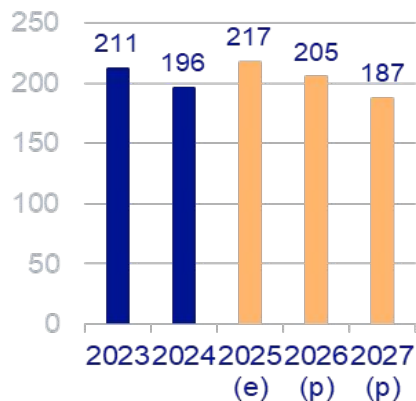
Fuente: BBVA Research a partir de BDE, MTES, EPA e INE

Aunque se espera que el ciclo de recortes haya llegado a su fin, los tipos permanecerán en niveles relativamente bajos, lo que podría seguir impulsando el nuevo crédito. La economía seguirá creando empleo y los salarios crecerán por encima de la inflación en 2026 y 2027

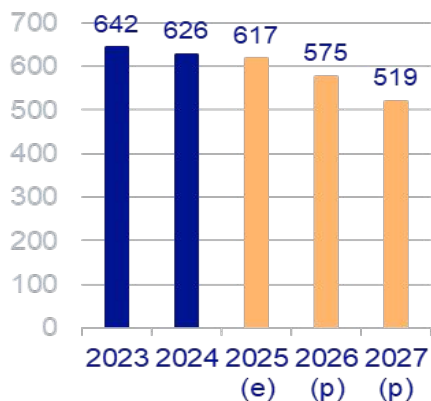
Previsiones

Los determinantes de la demanda permanecen sólidos

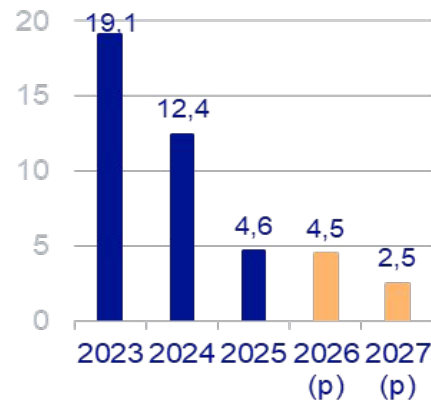
CREACIÓN DE HOGARES
(MILES DE HOGARES)



SALDO MIGRATORIO
(MILES DE PERSONAS)



CONSUMO FINAL DE NO RESIDENTES EN ESPAÑA (% A/A)



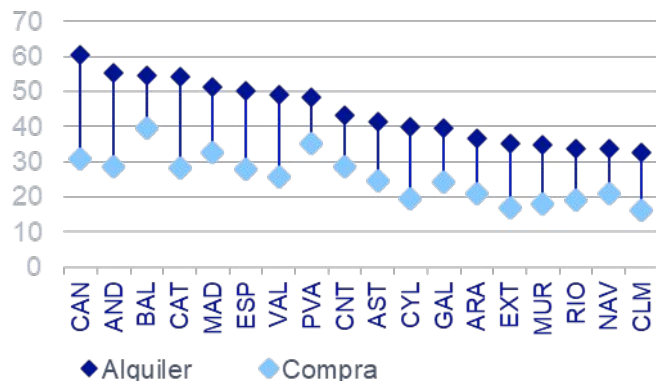
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La inmigración continuará apoyando la creación de hogares y, por tanto, la demanda de vivienda. Además, la compra de viviendas por extranjeros puede aumentar como consecuencia de las tensiones geopolíticas

Demanda

El incentivo a comprar frente a alquilar es elevado

ESFUERZO DE ACCESO A UNA VIVIENDA EN 2025 (% RENTA SALARIAL DEL HOGAR DESTINADO AL PAGO DE VIVIENDA)

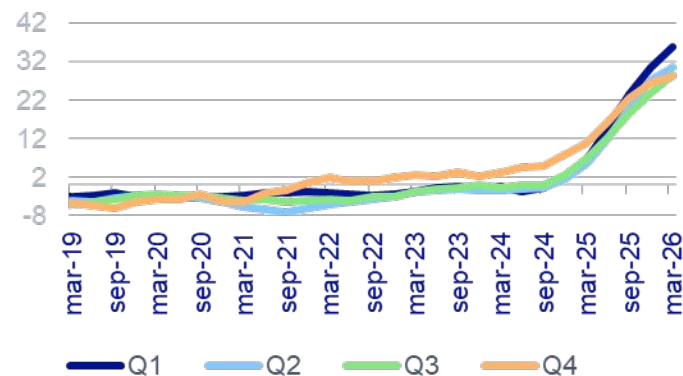


Nota. Esfuerzo de alquiler: % de la renta salarial destinado al pago del alquiler de una vivienda medida de 90 m2. Esfuerzo de compra: % de la renta salarial destinado al pago de la primera cuota hipotecaria de un préstamo medio para adquirir una vivienda media de 94 m2.

La renta salarial del 4T25 se ha estimado igual a la de 3T25, considerándose el promedio de los cuatro trimestres para el año 2025.

Fuente: BBVA Research a partir de Idealista, INE, MIVAU y BdE

INTENCIÓN DE COMPRA DE VIVIENDA POR CUARTILES DE RENTA (DATOS CVEC RESPECTO A LA MEDIA HISTÓRICA)



Nota. El indicador hace referencia a la intención de compra en los próximos 12 meses.

Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

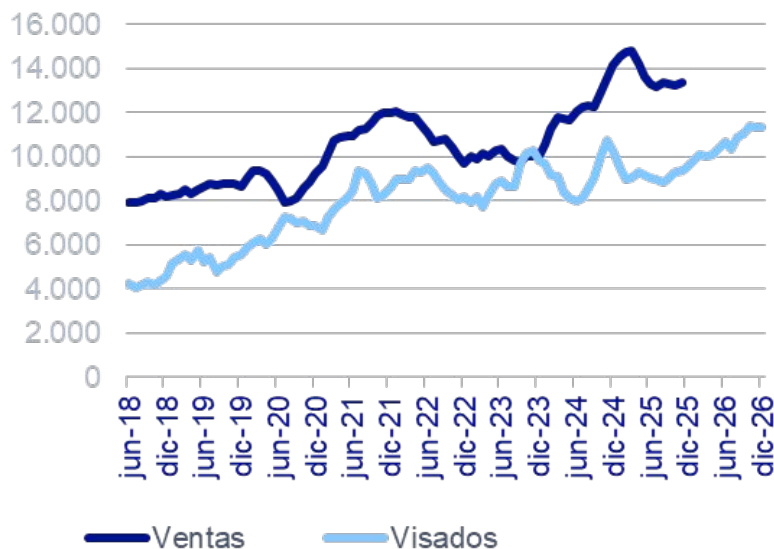
La parte de renta salarial necesaria para comprar una vivienda es inferior al requerido para alquilar, lo que supone mayor presión para el mercado de compraventa. Según la Comisión europea, la intención de compra ha repuntado en los últimos trimestres en toda la población

Previsiones

La venta de vivienda nueva, limitada por la falta de visados

- La venta de viviendas nuevas está estrechamente relacionada con las viviendas iniciadas (visados de vivienda de obra nueva). **La máxima correlación entre ambas se produce con un retardo en los visados de 25 meses (el plazo entre que se inicia una vivienda y se registra la venta).**
- En los últimos años, **la serie de venta de viviendas nuevas se ha situado, persistentemente, por encima de la de los visados** convenientemente retrasada, lo que responde, en parte, a la propia definición de vivienda nueva y a la **absorción de la vivienda nueva sin vender** que puede quedar en algunas zonas.
- Pero la escasez de oferta hará que este volumen de viviendas sin vender se termine y **la venta de producto nuevo converja a las viviendas iniciadas hace dos años.**

VENTA DE VIVIENDAS NUEVAS Y VISADOS
(VENTAS EN MES T VISADOS EN T-25, VIVIENDAS, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN y MITMA

Demanda

Las ventas han estado estancadas en los últimos meses

ESPAÑA: VENTA DE VIVIENDAS NUEVAS
(DATOS CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

ESPAÑA: VENTA DE VIVIENDAS USADAS
(DATOS CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

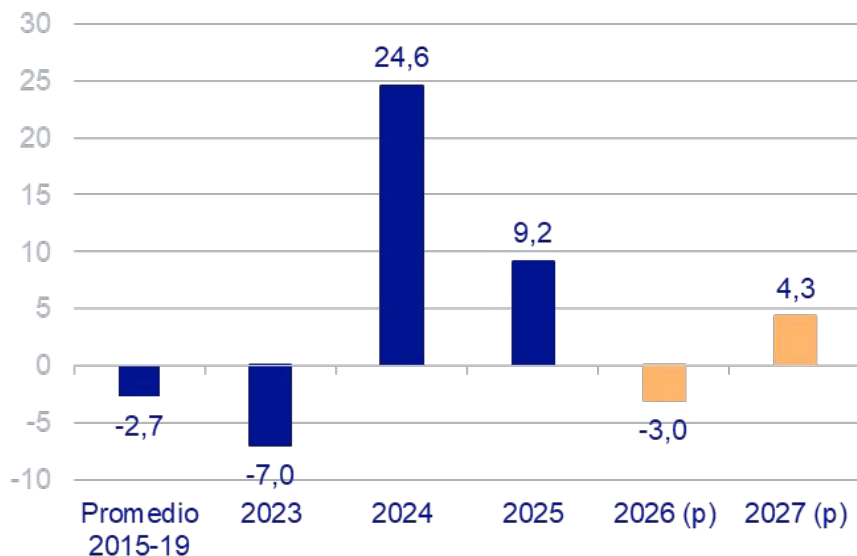
En los últimos meses, la venta de vivienda nueva permanece prácticamente estancada, igual que le sucede a la vivienda usada. En 2025, algo menos del 22 % de las transacciones fueron de vivienda nueva, en línea con el peso de 2024 (21 %)

Previsiones

La venta de vivienda nueva limitada por la falta de visados

VENTA DE VIVIENDAS NUEVAS

(VARIACIÓN INTERANUAL EN %)



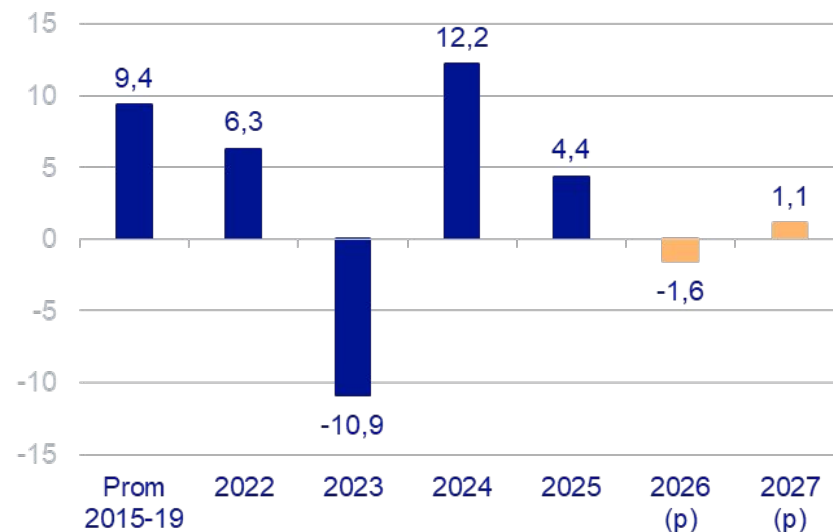
- La venta de viviendas nuevas ganó impulso en 2024 como consecuencia de la caída de los tipos de interés. Quizás en ese año se vendieron parte de las viviendas que dejaron de comercializarse por el escenario adverso de 2023 con elevados tipos de interés.
- En la medida que se agote este efecto y que se absorba la vivienda nueva sin vender que puede haber en algunas zonas, la venta de producto nuevo tendrá que converger a las viviendas iniciadas dos años atrás.
- En 2026 las viviendas tenderán a converger paulatinamente a las viviendas visadas durante 2024, lo que supondrá un retroceso de alrededor del 3,0 % en promedio anual y a partir de 2027 comenzará a notarse el avance de la nueva construcción.

Previsiones

Las ventas se moderan, pero permanecen elevadas

- **Los determinantes de la demanda son positivos:** mercado laboral fuerte, flujos migratorios positivos y tipos de interés en niveles relativamente bajos
- Sin embargo, **hay factores que apuntan a una moderación de las ventas en los próximos trimestres:** los precios han alcanzado niveles relativamente elevados en las principales zonas de demanda y la oferta de producto escasea en algunas áreas de interés; todo ello en un contexto de moderación del crecimiento económico.
- Tras el avance de 2024 (12,2 %), **en 2025 se moderó sustancialmente el crecimiento de la venta de viviendas, con un crecimiento del 4,4 %.** **En 2026**, la restricción de la oferta, sobre todo de vivienda nueva, y la subida de precios **mostrará una ligera contracción (-1,6 %)** para seguir con un **cierto estancamiento en 2027 (1,1 %).**

VENTA DE VIVIENDAS
(VARIACIÓN INTERANUAL EN %)



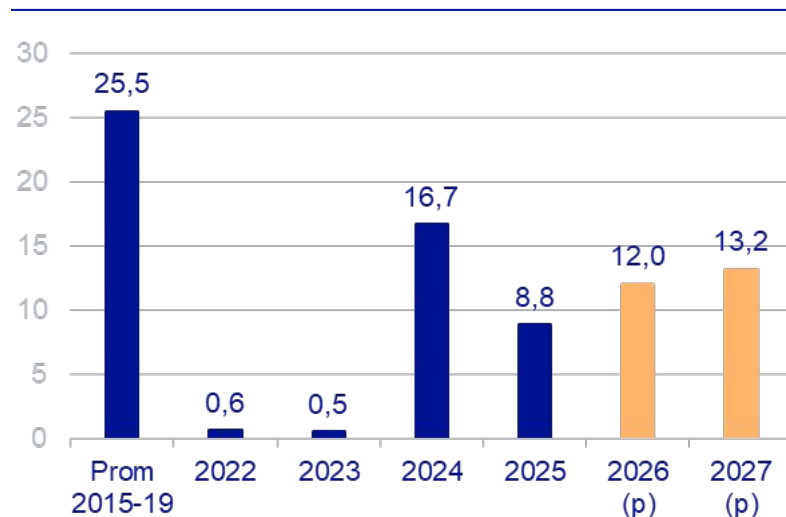
(p): Previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de CIEN y MIVAU

Previsiones

Visados al alza, pero el volumen seguirá siendo insuficiente

- Existen varios factores que propiciarán un incremento de la producción de viviendas en los próximos trimestres: la **presión de la demanda** ante la reducida oferta de obra nueva y el **interés de las administraciones públicas en incrementar la oferta de vivienda a precio asequible**.
- Sin embargo, pese al crecimiento esperado, el nivel de producción será relativamente bajo por: la **escasez de suelos finalistas**, la **reducida oferta de mano de obra**, la **incertidumbre regulatoria** y la **baja rentabilidad del sector**.
- De este modo, se espera que los visados crezcan alrededor del 12,5 % en media anual en el presente bienio. Lo que supone **visar unas 160.000 viviendas al año**.

VISADOS DE VIVIENDA DE OBRA NUEVA
(VARIACIÓN INTERANUAL EN %)



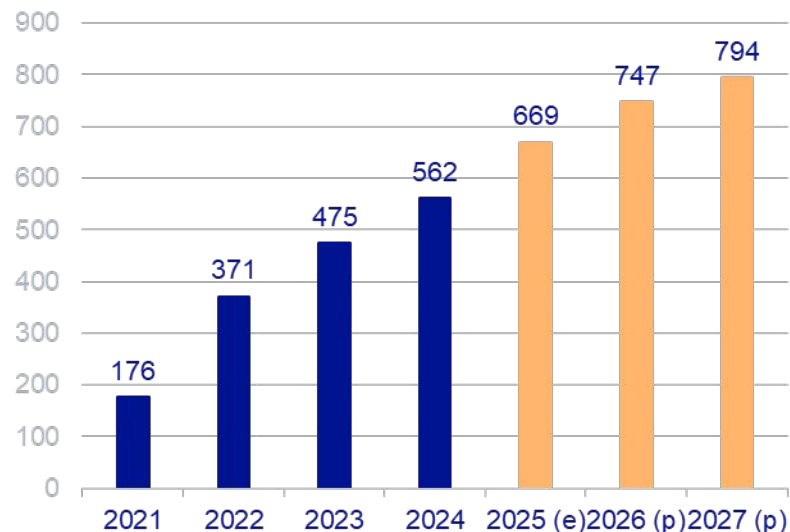
(p): Previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de MITMA

Previsiones

El déficit de vivienda continuará aumentando

- Pese al incremento de los visados de los últimos años y una previsión de crecimiento positiva, el **volumen de viviendas terminadas seguirá siendo insuficiente** para dar respuesta a la creación de hogares.
- En un escenario conservador (la creación de hogares en 2026 y 2027 sería similar al estimado para 2025, en torno a 200.000 unidades), respecto a lo apuntado por la previsiones del INE (crecimiento promedio de unos 350.000 hogares en 2026 y 2027), se prevé que **el déficit de vivienda continúe incrementándose en el próximo bienio**, aunque a menor ritmo.
- **Se espera que en 2027 el déficit acumulado de vivienda desde 2021 se acerque a las 800.000 unidades.** Es decir, el ritmo de construcción sólo habrá dado respuesta al 48 % de los nuevos hogares creados.

DÉFICIT DE VIVIENDA EN ESPAÑA
(MILES DE VIVIENDAS)

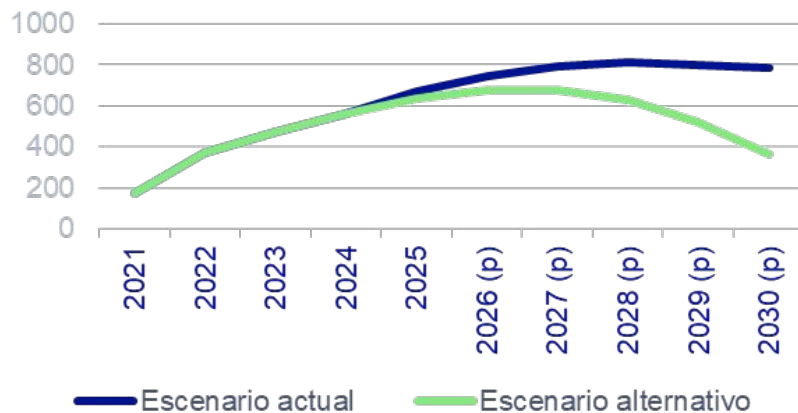


(p): Previsión.
En 2026 y 2027 se considera un ritmo de creación de hogares similar al de 2025
Fuente: BBVA Research a partir de MITMA

Previsiones

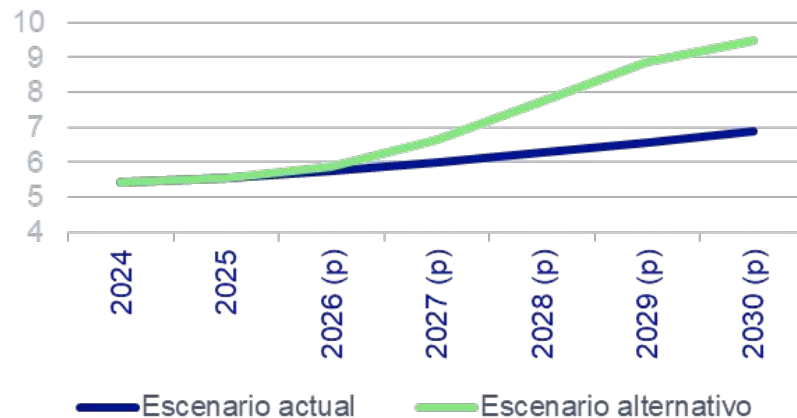
La falta de vivienda, un punto de tensión para la economía

DÉFICIT DE VIVIENDA EN ESPAÑA
(MILES DE VIVIENDAS)



Escenario alternativo: necesario para reducir el déficit de vivienda en 2030 a la mitad.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y MITMA

INVERSIÓN EN VIVIENDA
(% PIB REAL)



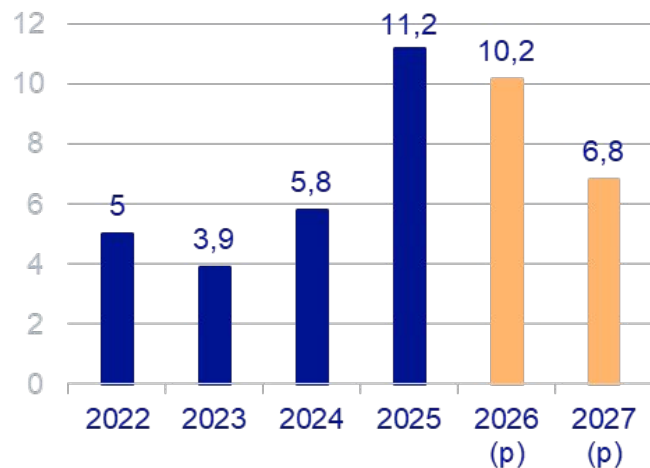
Escenario alternativo: necesario para reducir el déficit de vivienda en 2030 a la mitad.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y MITMA

Adelantar el punto de inflexión en la reducción del déficit de vivienda y reducirlo a la mitad a 2030 requeriría tasas de crecimiento de la inversión muy superiores (promedio del 15 % entre 2027 y 2030). En términos del PIB, supone alcanzar el 10 % del PIB en 2030, próximo al máximo de 2007 (11,7 %)

Previsiones

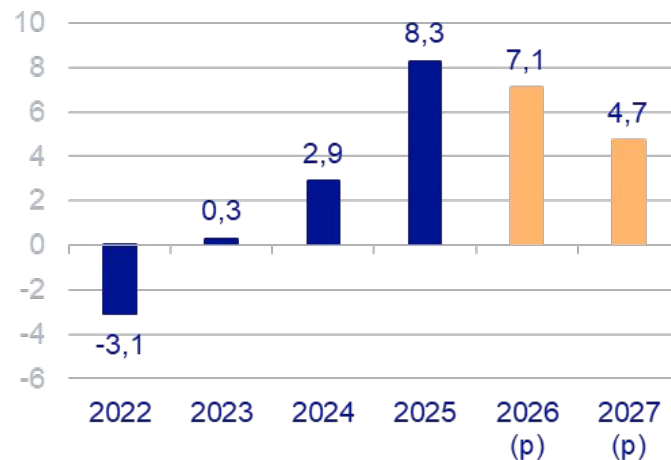
La escasez de oferta seguirá alentando la subida del precio

PRECIO DE LA VIVIENDA EN TÉRMINOS NOMINALES (CRECIMIENTO INTERANUAL EN %)



(p): Previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de MIVAU

PRECIO DE LA VIVIENDA EN TÉRMINOS REALES (CRECIMIENTO INTERANUAL EN %)



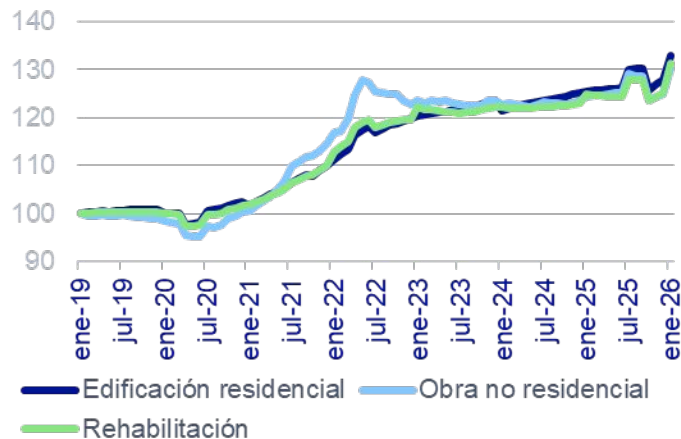
(p): Previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de MIVAU

La desaceleración de la demanda no impedirá que el precio siga creciendo a tasas relativamente elevadas en los próximos trimestres por la falta de oferta de vivienda

Previsiones

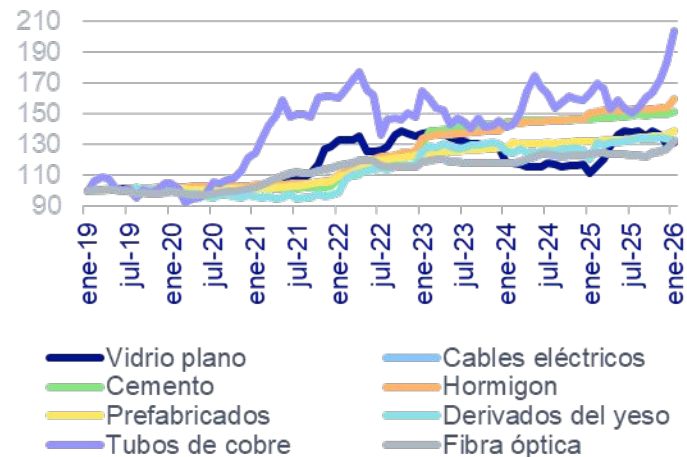
Las tensiones geopolíticas podrían tensionar la producción

ÍNDICE DE COSTES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN (ENE-19 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de MITMA

ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIALES DE LA CONSTRUCCIÓN (ENE-19 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de MITMA

Al igual que ocurrió en los inicios del conflicto entre Rusia y Ucrania (2022), los costes de los materiales de la construcción podrían volver a subir. Este encarecimiento reabriría presiones sobre los costes del sector y supondría un nuevo obstáculo para una rentabilidad que ya es relativamente baja

2. Actualización. Marzo 2026

La rentabilidad de la construcción*

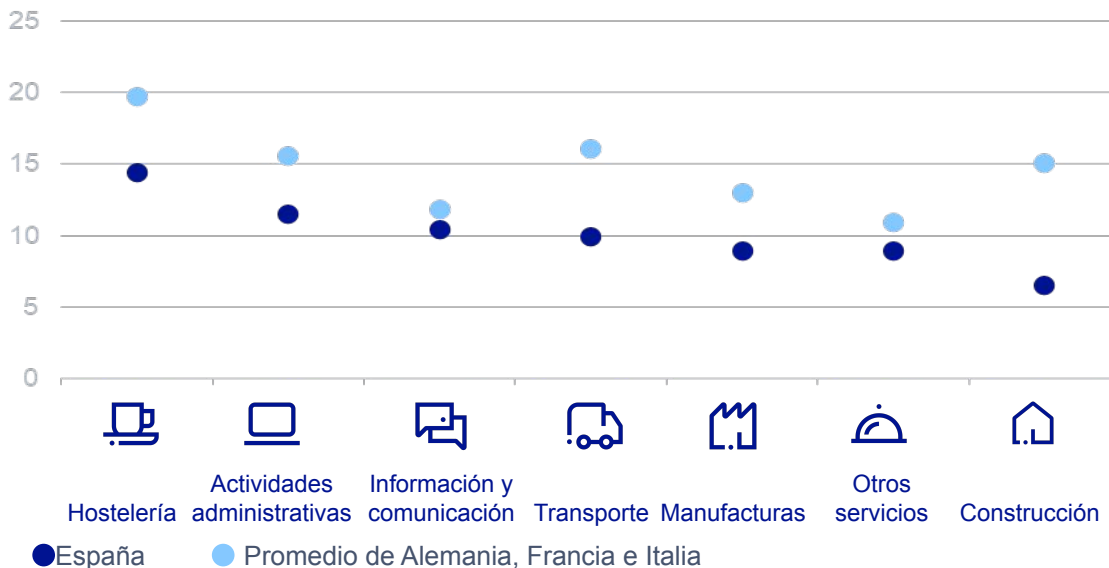
*Actualización del análisis de la rentabilidad de la construcción presentado en [España | Observatorio inmobiliario. Noviembre 2025](#).

Rentabilidad

Las empresas españolas, menos rentables que las europeas

- La **actualización de los balances de las empresas**, permiten alargar el análisis a 2024.
- En las grandes actividades de la economía, **las empresas españolas muestran tasas de rentabilidad inferiores a las europeas.**
- La literatura económica identifica **varios factores detrás de la baja rentabilidad de las empresas españolas** como el predominio de las pymes, un mayor peso de sectores menos productivos, menor formación y cualificación de los trabajadores y empresarios, menor inversión en innovación.

RENTABILIDAD POR SECTORES PRODUCTIVOS EN LA UE EN 2024
(ROE EN PORCENTAJE)



Nota: se analiza la mediana del ROE (rentabilidad del patrimonio neto en sus siglas en inglés) de cada sector en cada uno de los países.

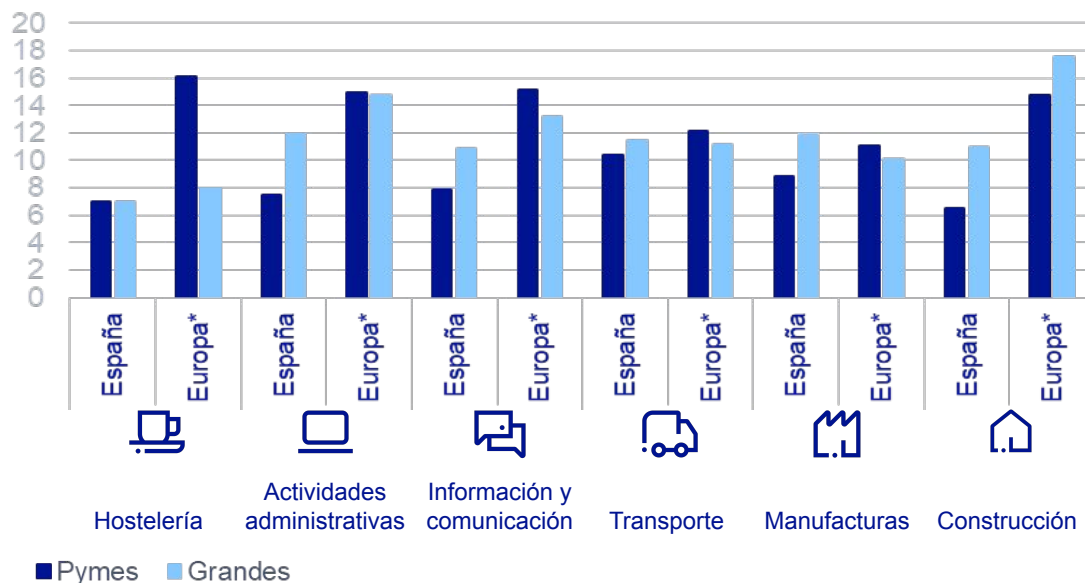
Fuente: BBVA Research a partir de BACH

Rentabilidad

La rentabilidad de las pymes es inferior a la de las grandes

- En España, la rentabilidad de las grandes empresas es superior a la de las pymes en la mayoría de los sectores de actividad.
- La rentabilidad de las empresas europeas es superior a la de las españolas con independencia del tamaño empresarial.
- Sin embargo, la rentabilidad de las grandes empresas en España está más próxima a las de sus homólogas europeas. En el caso de las pymes, el diferencial negativo es más elevado.

RENTABILIDAD POR SECTORES PRODUCTIVOS EN LA UE Y TAMAÑO DE LA EMPRESA (ROE EN PORCENTAJE, PROMEDIO 2000-2024)



Nota: se analiza la mediana del ROE (rentabilidad del patrimonio neto en sus siglas en inglés) de cada sector en cada uno de los países de la muestra. El tamaño se considera por volumen de negocio: menor de 50 millones de euros se considera PYME, superior a esa cifra, gran empresa.

* Europa: promedio de Alemania, Francia e Italia.

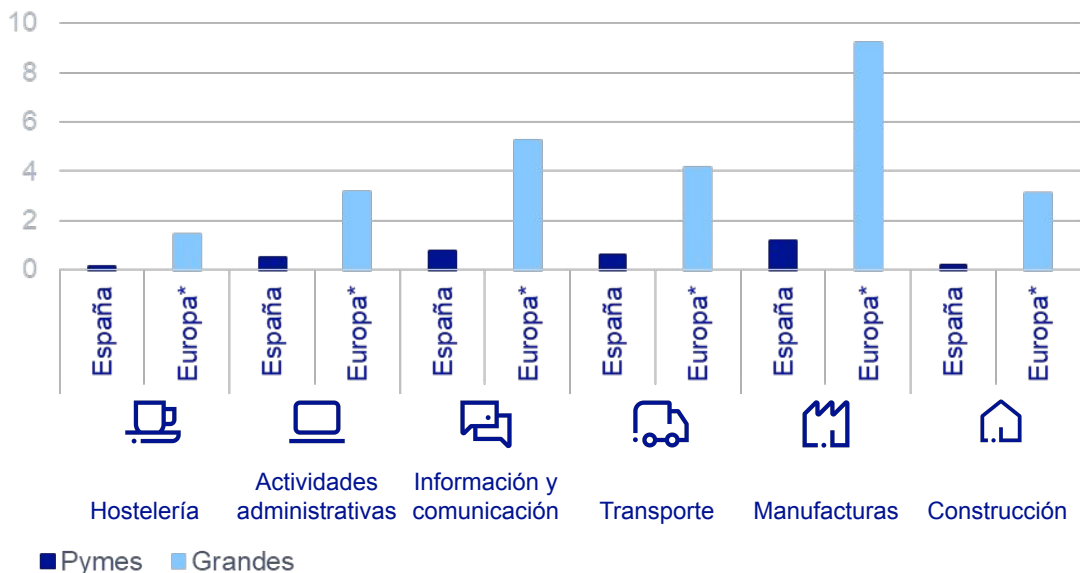
Fuente: BBVA Research a partir de BACH

Rentabilidad

Las empresas grandes pesan menos que en Europa

- El tejido empresarial español se caracteriza por un **mayor peso de las pequeñas y medianas empresas**.
- En todas las grandes ramas de actividad, **la proporción de pymes en España es superior al promedio europeo**.
- Destacan las diferencias en manufacturas, donde las grandes empresas en Europa alcanzan el 9 % y en España apenas el 1 %. En la construcción de edificios la diferencia es significativa (3 % en Europa frente al 0,2 % en España).

PESO DE LAS GRANDES EMPRESAS EN CADA SECTOR ECONÓMICO
(% SOBRE EL NÚMERO TOTAL DE EMPRESAS EN CADA SECTOR, PROMEDIO 2000-2024)



El tamaño se considera por volumen de negocio: menor de 50 millones de euros se considera PYME, mayor de esa cifra grande.

* Europa: promedio de Alemania, Francia e Italia.

Fuente: BBVA Research a partir de BACH

Rentabilidad

Análisis a través de la Identidad de Du Pont

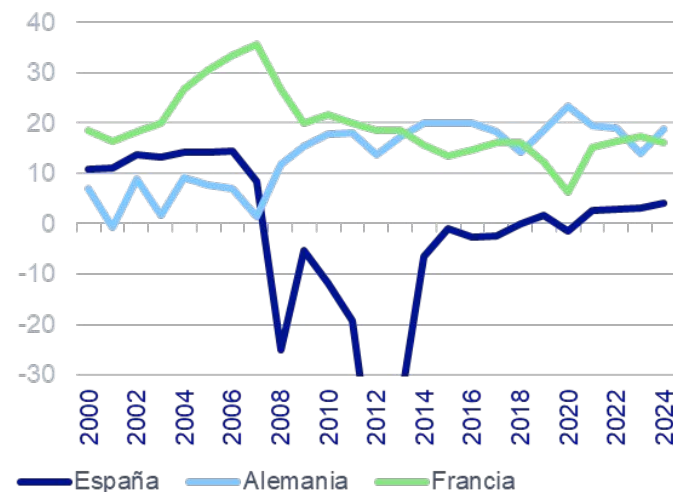


Rentabilidad

La rentabilidad en la construcción mejora poco en 2024

- Durante 2024 la rentabilidad del sector de la construcción mejoró marginalmente. La ROE pasó del 3,1 % en 2023 al 4,1% en 2024
- Esta recuperación también se aprecia en Alemania, pero no en Francia. Pese a todo, la rentabilidad en España sigue estando muy por debajo de la de los otros países.
- La subida de los precios de la vivienda podría estar apoyando la rentabilidad en España. Sin embargo, el incremento de los costes de construcción podrían estar limitando el efecto.
- Por el contrario, la falta de avances regulatorios orientados a agilizar los procesos de construcción e incrementar la oferta de vivienda podría estar limitando el crecimiento de la rentabilidad.

RENTABILIDAD DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN (ROE EN PORCENTAJE)



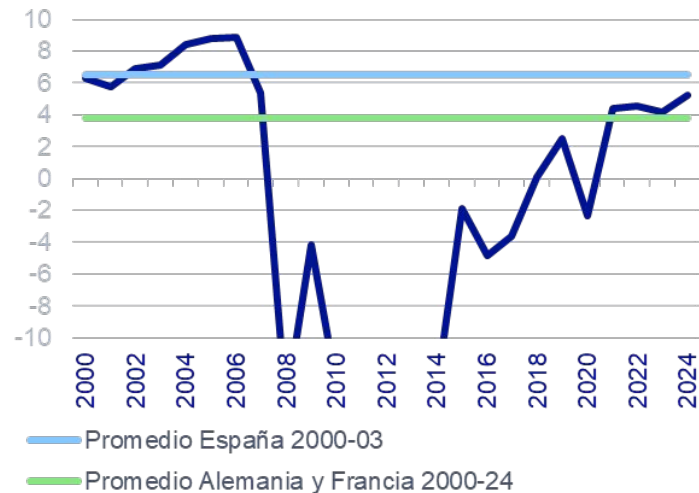
Fuente: BBVA Research a partir de BACH

Rentabilidad

El margen de beneficios es inferior al de inicios de siglo

- El margen de beneficios de la construcción de edificios en España es 1,3 pp inferior al registrado entre 2000 y 2003.
- Varios factores pueden influir negativamente en esta ratio. Los **elevados costes de materiales**, la **escasez de mano de obra**, la falta de eficiencia en la producción derivada de la **incertidumbre regulatoria**, la dificultad para trasladar los aumentos de costes al precio final.
- Entre los riesgos que amenazan esta ratio: la **volatilidad de los costes** de materiales y **desviaciones en los plazos de ejecución** de las obras.
- **La industrialización es una de las principales estrategias para mejorar el margen de beneficios.** También lo es realizar un estudio profundo del coste de suelo y las cargas urbanísticas en cada proyecto.

MARGEN DE BENEFICIOS DE LA CONSTRUCCIÓN DE EDIFICIOS
(BENEFICIO NETO / VENTAS, %)



Fuente: BBVA Research a partir de BACH

Rentabilidad

La rotación de activos, en cotas relativamente reducidas

- Actualmente, la rotación de activos de la construcción de edificios en España (que trata de medir la eficiencia operativa), es muy inferior al promedio 2000-2003 y al promedio histórico registrado en Alemania y Francia.
- Esta ratio está afectada por los **plazos de ejecución de las obras**, el **nivel de activos inmovilizados**, especialmente suelos, y la **velocidad de comercialización**.
- Los principales riesgos que afectan a la ratio son los **retrasos en los proyectos** (dilatación de las licencias y trámites urbanísticos), que suponen una reducción de la rotación y la **acumulación de activos (suelos) ociosos**. Los ciclos largos de venta también son un riesgo, pero en la actualidad podrían descartarse.

ROTACIÓN DE ACTIVOS DE LA CONSTRUCCIÓN DE EDIFICIOS
(VENTAS / ACTIVOS TOTALES, %)



Fuente: BBVA Research a partir de BACH.

Rentabilidad

Elevados recursos propios inmovilizados

- El apalancamiento financiero evoluciona a la baja en los últimos años y en 2024 era muy inferior a la media de 2000-2003 y al promedio histórico alemán y francés.
- Esto está en línea con el necesario proceso de reducción de endeudamiento al que se sometió el sector tras la crisis financiera global.
- En los años más recientes, la incertidumbre regulatoria y la lentitud para poder desarrollar suelo están condicionando negativamente la financiación de los proyectos.

APALANCAMIENTO FINANCIERO DE LA CONSTRUCCIÓN DE EDIFICIOS
(ACTIVOS TOTALES / RECURSOS PROPIOS, %)



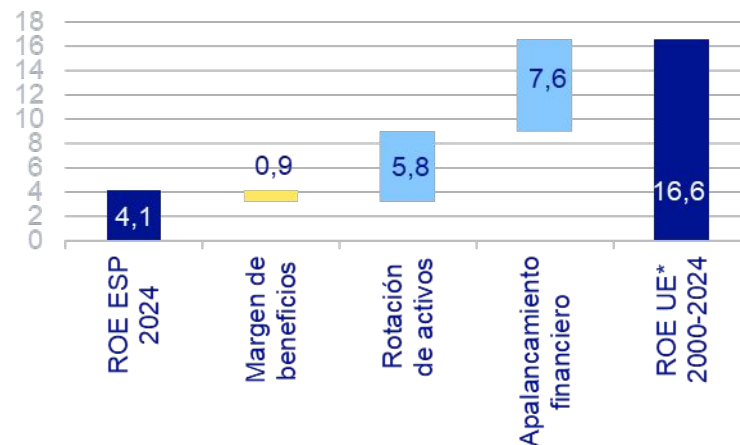
Fuente: BBVA Research a partir de BACH.

Rentabilidad

La rotación de activos y la seguridad jurídica, claves para aumentar la ROE y aumentar la oferta de vivienda

- En 2024 la ROE de la construcción de edificios era del **4,1 %**, unos 12,5 pp menos que la registrada por el sector en el promedio histórico de Francia y Alemania.
- El margen de beneficios resulta bastante similar entre ambas geografías. Por tanto, para alcanzar la rentabilidad media de estos países entre 2000 y 2024, la construcción de edificios tendría que **incrementar notablemente la rotación de activos**. Pero el mayor esfuerzo debería producirse en **aumentar el apalancamiento financiero y liberar recursos propios**.
- **Aumentar la certidumbre y reducir los plazos de transformación del suelo** supondría una reducción del riesgo de financiar la actividad.

RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS DE LA CONSTRUCCIÓN DE EDIFICIOS VS ALEMANIA Y FRANCIA (CONTRIBUCIONES EN PP Y %)



Fuente: BBVA Research a partir de BACH.

Rentabilidad

Algunos instrumentos podrían favorecer el crecimiento de la rentabilidad

Fondo soberano España Crece



Objetivo: movilizar **23 000 millones de euros** para vivienda asequible (recursos públicos y privados).



Meta: iniciar 15 000 viviendas al año (inversión público-privada).



**Impacto
Estimado**

Su éxito dependerá de qué tan importante es la falta de financiación y capital para la construcción residencial, el diseño del instrumento y su atractivo para atraer capital privado.

Limitaciones



La falta de suelo finalista, los largos plazos de transformación y la falta de mano de obra pueden alterar la eficacia de la medida. Además, el ciclo de construcción puede ser de 7 años y el problema es urgente.

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

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 presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones 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.

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.

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 en su sitio web www.bbvarresearch.com.

