

## BANCOS CENTRALES

# Monitorizando la expansión de balance del BCE (septiembre 2015)

Sonsoles Castillo / Agustín García / Miguel Jiménez / María Martínez / Cristina Varela

- En septiembre, el programa de compra de activos (públicos y privados) ha superado el objetivo mensual de 60 mM euros marcado, se han adquirido 63 mM y continúa claramente sesgado a la compra de bonos públicos (80%).
- En un entorno de abundante liquidez, la quinta subasta TLTRO se ha saldado con una demanda muy marginal, 15 mM euros, muy por debajo de las expectativas y de las subastas previas.
- Los tipos de interés de la deuda europea bajan por la incertidumbre cíclica global y menores expectativas de inflación. Aumenta el porcentaje de bonos europeos con rentabilidades negativas. Las primas de riesgo periféricas se mantiene contenidas.
- El BCE continua reforzando el mensaje de compromiso con el actual programa y enfatizando su disponibilidad para hacer uso de la flexibilidad que brinda el mismo, pero no da señales de acción inmediata. Las perspectivas de inflación a corto plazo se han deteriorado en el último mes, lo que pone un sesgo a una posible extensión del QE. Sin embargo, de acuerdo con nuestras previsiones de inflación de medio plazo, seguimos esperando una convergencia al objetivo en los próximos dos años, mantenemos nuestro escenario central de no cambios en el programa de compras del BCE.

## Medidas de expansión monetaria del BCE

- a) **Programa de compra de activos:** El programa de compra de activos (públicos y privados), ha superado el objetivo marcado, 63 mM euros mensuales en septiembre, al igual que entre mayo y julio, que también superó el objetivo establecido, y que sirvió para compensar las menores compras de agosto.

En los siete primeros meses del programa, el BCE adquirió 340,9 mM de euros de bonos públicos (*Public Sector Purchase Programme* (PSPP), por sus siglas en inglés), 70,4<sup>1</sup> mM a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y 9,6<sup>2</sup> mM a través del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, en sus siglas en inglés). En particular, en el mes de septiembre el BCE adquirió algo más del objetivo establecido, al igual que hiciera entre mayo y julio. Concretamente compró 63 mM de euros, un 80% en bonos soberanos. Este incremento de las compras, permite al BCE tener margen en los próximos meses, para realizar menos compras, y asegurar que alcanza el objetivo mensual de 60 mM. Por tanto, el BCE continúa por el camino de conseguir la ampliación de balance esperada de unos 1.100 mM en septiembre de 2016.

1: 120,9 mM desde que el programa entró en vigor en octubre 2014.  
2: 13 mM desde que el programa entró en vigor en noviembre 2014.

**a.1) Programa de compra de bonos públicos**

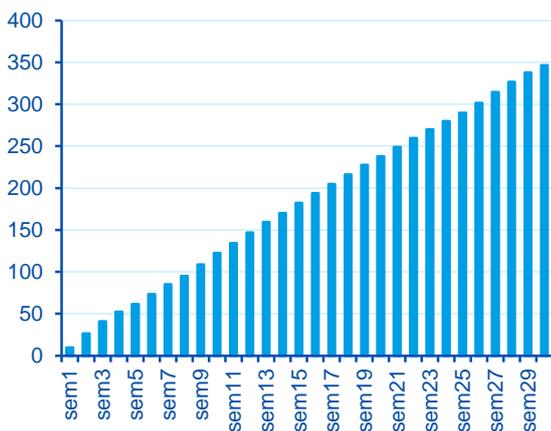
En septiembre, el BCE compró bonos soberanos (incluidos los bonos de organismos supranacionales y agencias) por importe de 51 mM, con una distribución por país prácticamente en línea con la clave de capital del BCE, considerando un pequeño ajuste por la no compra de bonos de Grecia<sup>3</sup>. Esta cantidad está en línea con la adquirida entre mayo y julio (51,5 mM en promedio), periodo en el que también superó el objetivo mensual.

En este contexto, en la reunión de política monetaria de septiembre, y durante todo el mes, los miembros del Consejo del BCE subrayaron y reiteraron que el PSPP proporciona suficiente flexibilidad en términos de ajuste del tamaño, de la composición y de la duración del programa como para adaptarse si fuese necesario.

En cuanto al vencimiento de la deuda adquirida hasta agosto, es similar a la de los meses previos. El vencimiento promedio de las compras fue de 8 años, inferior a la media de los bonos de la zona euro elegibles bajo el QE (9,1 años). Por países, continúan destacado los vencimientos más altos en las compras de bonos soberanos en países periféricos, como por ejemplo en Portugal (10,9 años), y España (9,7 años), con valores más elevados en comparación con los vencimientos de su deuda elegible (8 años en Portugal y 9,1 años en España). Este comportamiento se debe en parte a las propias limitaciones del PSPP, ya que para los países periféricos, el BCE tiene bonos comprados bajo un programa previo de compra de valores (SMP por sus siglas en inglés), con vencimientos más cortos (2-3 años) y, por tanto, las compras ahora se han sesgado a plazos más largos.

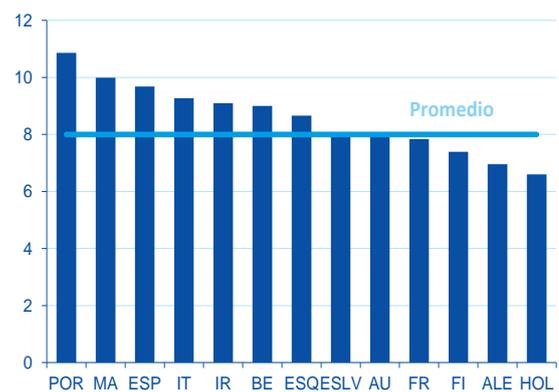
Respecto a las compras de bonos de organismos supranacionales y agencias, el pasado mes se han adquirido unos 6,3 mM euros, esto supone el 12% de las compras totales de bonos, de nuevo, BCE ha apurado el máximo establecido en las condiciones iniciales del programa.

Grafico 1  
**PSPP: compras semanales de bonos, acumuladas desde 9 marzo 2015, (EUR mM).**



Fuente: BCE y BBVA Research

Grafico 2  
**PSPP: vencimiento promedio de los bonos comprados (años)**



Fuente: BCE y BBVA Research

**a.2) Programa de compra de activos privados**

En septiembre, bajo el programa de compra de activos privados, el BCE ha adquirido 12mM de euros, cifra en línea con promedio de compras desde la entrada en vigor de ambos programas (ABSPP y CBPP3) 12 mM de euros. En septiembre las compras bajo el CBPP3 ascendieron a 10,1 mM de euros mientras que las

3: De momento, según detalló Draghi en la última rueda de prensa, Grecia no cumple con los criterios para empezar a comprar bonos.

compras bajo el ABSPP ascendieron a 1,9 mM de euros. En lo que va de programa se han adquirido 120,9 mM de euros en bonos garantizados (el programa comenzó en octubre), y 13 mM de euros en bonos de titulación de activos (el programa comenzó en noviembre). Según el diseño de estos programas (ABSPP y CBPP3) el BCE puede llevar a cabo las compras tanto en el mercado primario como en el secundario. Bajo ambos programas, las compras se han realizado mayoritariamente en mercado secundario (80%).

Gráfico 3

**CBPPs**

Compras acumuladas semanales (EUR mM)

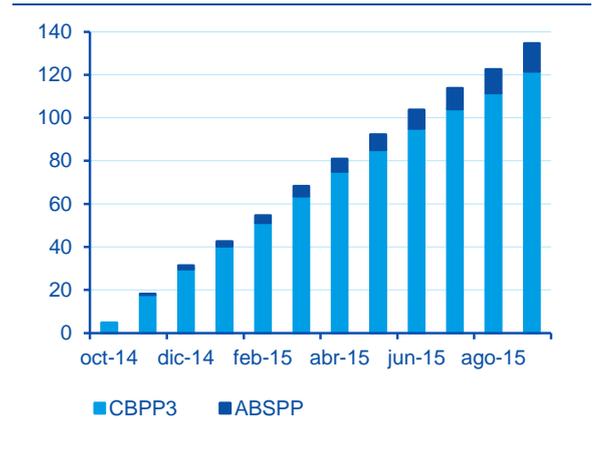


Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 4

**CBPP3 y ABSPP**

Compras acumuladas semanales (EUR mM)



Fuente: BCE y BBVA Research

**b) Operaciones de financiación a largo plazo vinculadas al crédito (TLTRO)**

En la quinta TLTRO celebrada el pasado 24 de septiembre, se solicitaron 15,5 mM de euros por parte de 88 entidades (una cantidad promedio por entidad de 0,2 mM de euros). Esta cantidad supone un 4% del potencial máximo que se podía solicitar según nuestras estimaciones (EUR 400mM). Esta cantidad es sustancialmente más baja de lo que estimaban los analistas (en promedio, unos EUR 50-60 miles de millones). Todavía no hay información oficial de la toma de liquidez por países, una primera aproximación se conocerá con la publicación de datos de apelación de septiembre, es decir, a partir de mediados de octubre. Este bajo *take-up* parece estar asociado con el exceso de liquidez que hay en el sistema, aunque también podría señalar las bajas perspectivas que tienen las entidades de cara a incrementar el crédito en el futuro. En las 5 primeras operaciones de liquidez condicionadas a la evolución del crédito al sector privado - excluyendo el destinado a la adquisición de viviendas- (TLTROs por sus siglas en inglés), se han tomado 400 mM de euros, de los cuales se estima que entorno al 60% ha sido solicitado por entidades de países periféricos. La próxima subasta tendrá lugar el 11 de diciembre. La monitorización de estas subastas es importante como potencial señal de reactivación del crédito a la economía real.

Tabla 1

**Medidas de expansión monetaria (mM de euros)**

	Sep14	Oct14	Nov14	Dic14	Ene15	Feb15	Mar15	Abr15	May15	Jun15	Jul-15	Ago-15	Sep-15
TLTRO	82,6			130,0			97,8			73,8			15,5
CBPP3		4,8	13,0	11,8	10,6	11,0	12,4	11,5	10	9,9	9,0	7,5	10,1
ABSPP		0,0	0,4	1,0	0,6	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6	0,9	1,3	1,9
PSPP							47,4	47,7	51,6	51,4	51,4	42,8	51

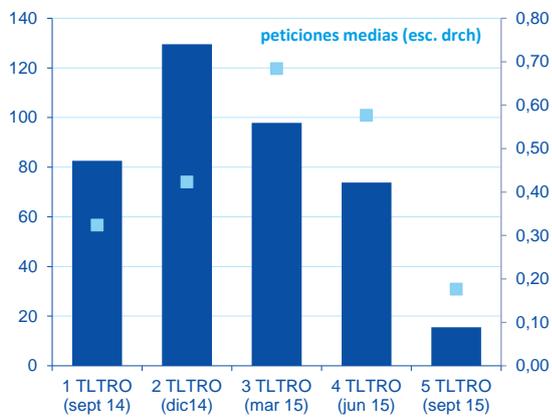
Fuente: BCE y BBVA Research

**c) Operaciones “regulares” de financiación del Eurosistema**

En septiembre, al igual que en los últimos 5 meses, se ha reducido la liquidez adjudicada en las subastas semanales (MROs) y mensuales (3M LTROs). En promedio, en el último mes, las peticiones en las subastas semanales se han reducido hasta el entorno de los 75 mM euros, cifra significativamente por debajo del promedio del año (110 mM). Por su parte, las peticiones en las subastas a 3 meses, 3M LTROs, también se han reducido. El stock en este tipo de subastas es de 67 mM, ha descendido también por debajo del promedio del año (90 mM). La liquidez en este tipo de subastas se ha reducido considerablemente en el segundo y tercer trimestre del año, después del aumento experimentado principalmente en enero y febrero debido al vencimiento de las LTROs a 3 años, (las entidades se pasaron a operaciones regulares).

Gráfico 5

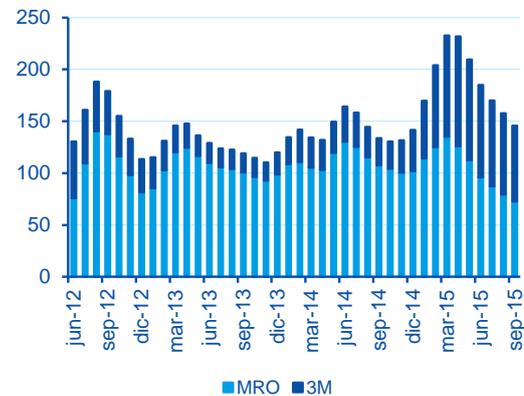
**TLTROs (mM de euros)**



Fuente: BCE y BBVA Research

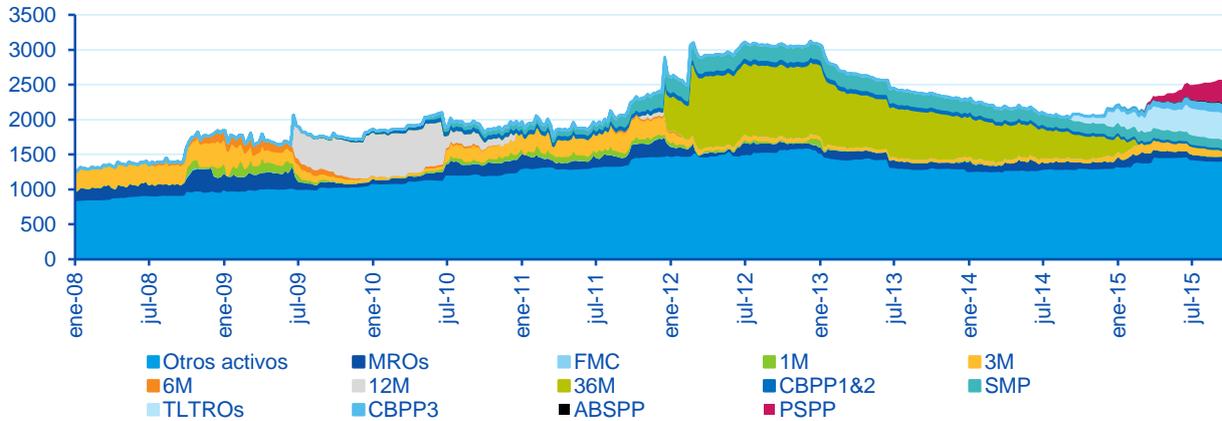
Gráfico 6

**3M LTRO y MRO (media móvil 3 meses, mM de euros)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 7  
Balance BCE (mM de euros)



Fuente: BCE, Bloomberg y BBVA Research

## Impacto en los activos

### a.1 ) Impacto en los tipos de interés de la deuda soberana

Los tipos de interés de la deuda europea y las primas de riesgo, se mantuvieron relativamente estables en la primera parte de septiembre, a pesar de la elevada volatilidad en los mercados dada la incertidumbre sobre el ciclo global (impacto de la desaceleración China), el proceso de normalización de los tipos de interés de la Fed y los procesos electores (Grecia, Cataluña y Portugal). En la segunda parte de septiembre y primera semana de octubre, la volatilidad se moderó y los tipos de interés europeos bajaron de forma generalizada tras la decisión de la Fed de retrasar la primera subida de tipos de interés, ante la caída de las expectativas de inflación, y la creciente expectativa del mercado de una extensión de las medidas cuantitativas por parte del BCE. La caída de los tipos de interés se produjo a lo largo de toda la curva europea y en todos los países, en especial en periféricos. En el caso español, la incertidumbre previa a los comicios electorales catalanes provocó que sus bonos soberanos mantuvieran un comportamiento relativo peor que el resto. En este contexto, el diferencial entre España e Italia se amplió hasta 24 bp, niveles no vistos desde mediados 2013, para cerrar el mes en niveles de 14pb.

Durante septiembre, el porcentaje de bonos con rentabilidad negativa ha aumentado significativamente hasta el 25%. No obstante, a diferencia de los primeros meses de implementación del programa de compras de bonos, actualmente son solo los bonos de mayor calidad crediticia y, fundamentalmente, de los plazos más cortos lo que registran dichas rentabilidades negativas. Por lo que el BCE puede permanecer relativamente cómodo con el actual ritmo de ejecución del programa.

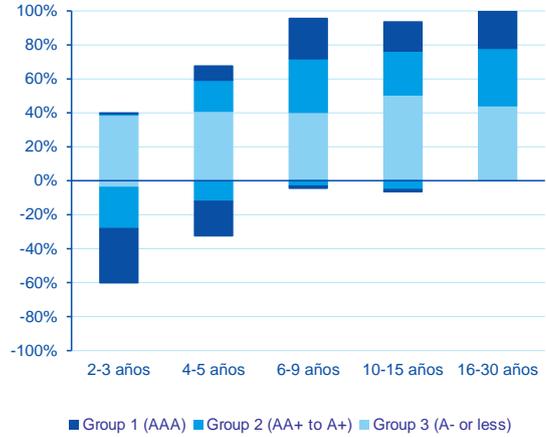
**Gráfico 8**  
% de deuda soberana\* (Eurozona) con tipos negativos sobre el total de deuda



\*Elegible bajo el PSPP

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

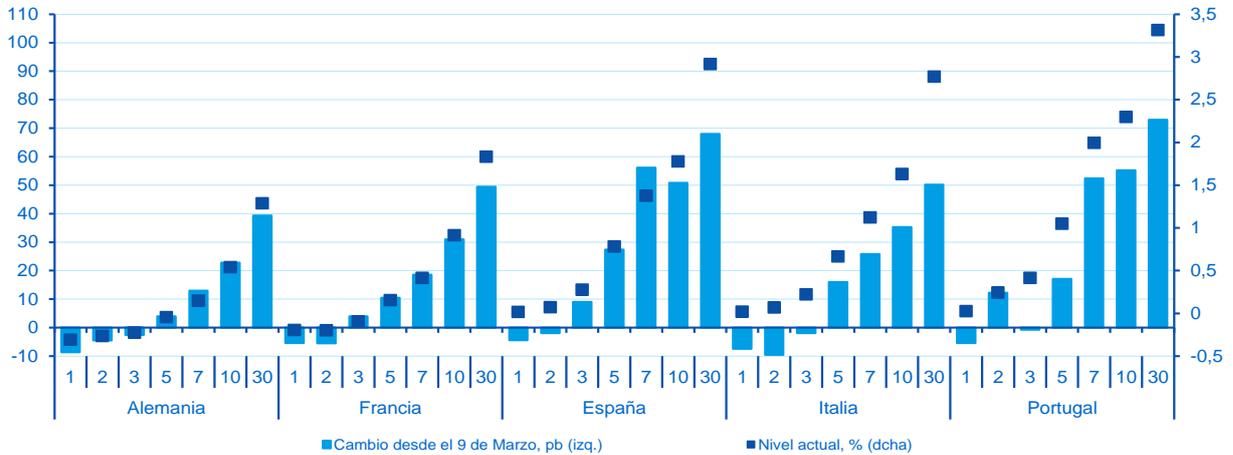
**Gráfico 9**  
% de deuda soberana\* (Eurozona) con tipos positivos/negativos, por rating país.



\*Elegible bajo el PSPP

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

**Gráfico 10**  
Eurozona: curvas de bonos soberanas: Nivel actual (%) y cambio desde el inicio del QE



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 11  
Tipos de interés a 10 Años (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 12  
Diferencial bono a 10 Años España- Italia (PB)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

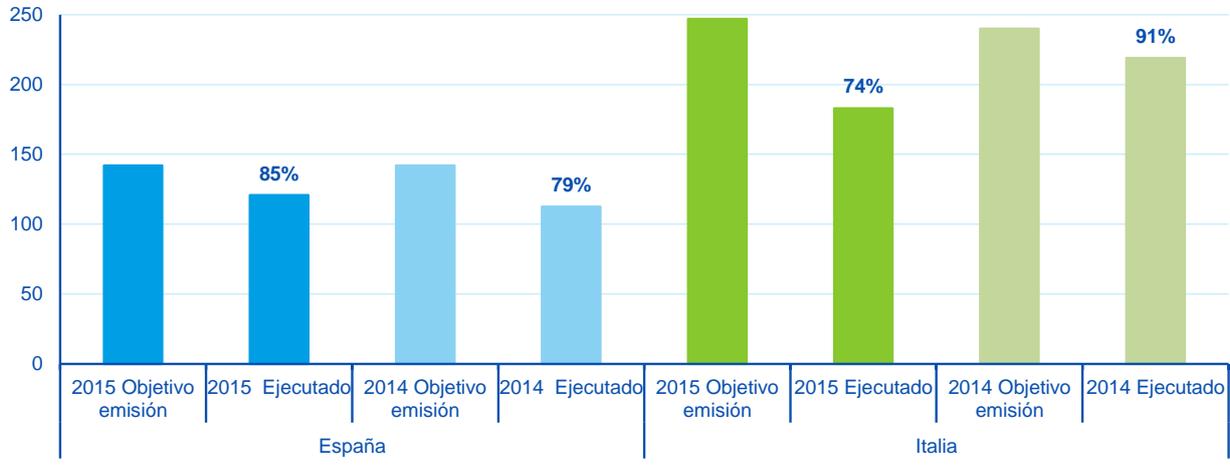
**a.2 ) Emisión deuda soberana: El ritmo de emisión de deuda soberana se mantuvo positivo pero cae la vida media de las emisiones tanto en Italia como España.**

Durante septiembre y los primeros días de octubre España ha emitido 12mM de deuda a medio y largo plazo -en la media de emisiones desde abril-. Por el contrario, Italia ha emitido 13mM, cantidad que se sitúan por debajo de la media de los últimos meses (15mM). De los países periféricos, Italia continúa siendo el que va más retrasado en términos de porcentaje de ejecución de las necesidades brutas de emisión de deuda a largo y medio plazo (74% vs 91% el año anterior), mientras que España presenta una ejecución por encima del año anterior (85% vs 79%<sup>4</sup>) y en Irlanda y Portugal la ejecución se sitúa en el cien por cien de lo previsto. El retraso en la ejecución del objetivo de emisión en Italia no se debe a problemas en la demanda del papel Italiano, sino que, desde nuestro punto de vista, el Tesoro italiano ha tenido una respuesta distinta al resto en la gestión del tensionamiento de tipos de interés que se produjo en los periféricos a raíz de la crisis Griega y los riesgo derivados de la proximidad del ciclo de normalización de tipos de la Fed, que todavía no se ha producido. En este sentido, mientras que países como España decidieron mantener el volumen de emisiones acortando los plazos para contener el coste de financiación, Italia optó por reducir el volumen de emisiones y ha mantenido este nivel moderado también durante Septiembre.

4: calculada sobre las emisiones brutas de deuda a medio y largo plazo inicialmente previstas 142mM, que actualmente se han rebajado a 140mM.

Gráfico 13

**España e Italia: Emisiones brutas bonos soberanos a 03 de Octubre (mM euros y % del objetivo de emisión brutal anual)**



Fuente: Tesoros nacionales y BBVA Research

A este respecto, en el gráfico 8 se aprecia como en España la vida media de las nuevas emisiones baja ligeramente por segundo mes consecutivo en España mientras que en Italia bajó por primera vez este mes. No obstante, en ambos países la vida media de la deuda total en circulación se mantiene por encima del año anterior.

Gráfico 14

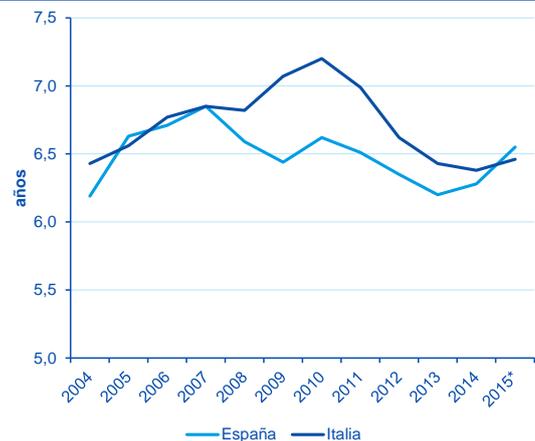
**Vida media nuevas emisiones de deuda a medio y largo plazo**



Fuente: Tesoros Nacionales, Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 15

**Vida media de la deuda España e Italia**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

**b) Impacto en tipo de cambio**

El euro se ha mantenido en un rango de cotización contra el dólar 1,115 y 1,144. En general, durante septiembre se ha visto que el euro sigue ejerciendo de moneda refugio en momentos de incertidumbre, aunque también en este mes, a diferencia del mes pasado, ha aumentado la sensibilidad del euro al deterioro de los indicadores de inflación (tanto del IPC como de las medidas de inflación derivadas de los indicadores de mercado). De esta manera, a pesar de que los datos económicos de Estados Unidos y que

el entorno cíclico global han reducido las probabilidades de subida de tipos de interés en EE.UU este año, lo que jugaría a favor del euro, su apreciación ha sido limitada. Además, la actitud de esperar y ver por parte de BCE ha mantenido el suelo en la divisa europea a pesar del incremento de las expectativas de mayor estímulo por parte del banco. Al final del mes, el euro se ha depreciado contra todas las divisas del G-10, menos contra el franco suizo y la corona danesa. Respecto a los emergentes el comportamiento ha sido mixto con depreciaciones frente al Rublo +3.25% y el peso Mexicano (+1,5%) y apreciándose contra el Brasileño (-5%) y la lira turca (-1.94%). En términos de tipo de cambio efectivo nominal el euro prácticamente ha estado estable (+0.3%) central.

Gráfico 16  
EURUSD



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 17  
EURUSD y políticas monetarias (Fed/BCE)



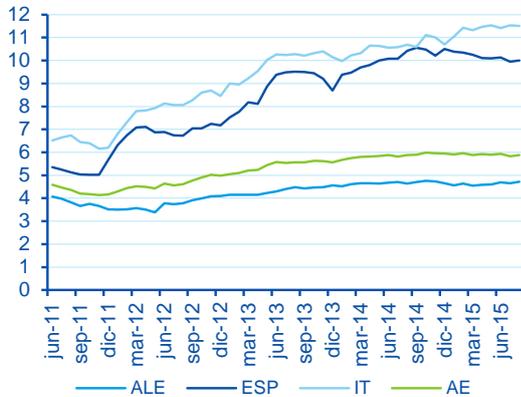
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

c) Tenencias de bonos soberanos por parte de entidades financieras

En agosto, de acuerdo con los datos publicados por el BCE, las entidades financieras del área euro, en su mayoría, han adquirido bonos soberanos. Así, para el conjunto de la zona euro, las entidades financieras aumentaron sus tenencias de bonos soberanos en 15,6 mM de euros, a diferencia de junio y julio, meses en los cuales redujeron significativamente sus tenencias, 14 y 27,7 mM de euros, respectivamente. El aumento en agosto ha venido principalmente por la por parte de entidades francesas que incrementaron sus tenencias en 11 mM de euros. Por su parte, las entidades españolas mantuvieron sus tenencias inalteradas en agosto, mientras que las entidades italianas redujeron sus tenencias en una cuantía muy pequeña (1 mM de euros).

Gráfico 18

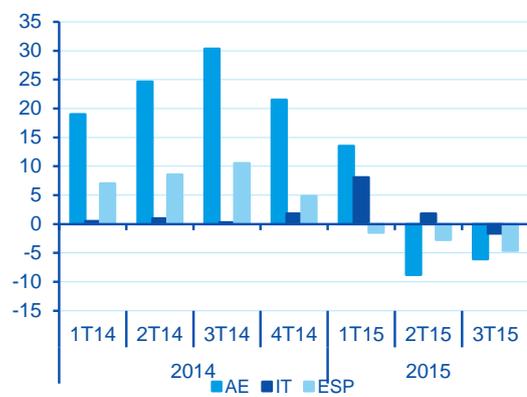
Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras sobre total activos bancarios (%)



Fuente: BCE y BBVA Research

Gráfico 19

Tenencia de bonos soberanos por parte de entidades financieras (promedio trimestral) (mM euros) \*3T15 (datos julio y agosto)



Fuente: BCE y BBVA Research

## ¿Están funcionando las medidas del BCE?

El objetivo último de las medidas no convencionales del BCE (TLTROs, compras de ABS, CB y bonos públicos) es devolver la inflación a una senda compatible con su objetivo.

Los datos más recientes de actividad apuntan a que la recuperación habría continuado avanzando a un ritmo sólido y relativamente estable en el conjunto del tercer trimestre. No obstante, los indicadores de confianza de septiembre fueron mixtos, con una mejora generalizada de los de la Comisión Europea que contrasta con la caída de los PMIs - aunque continúan claramente en terreno expansivo. Ambas encuestas apuntan a un impacto limitado de la desaceleración de las economías emergentes, si bien los nuevos pedidos del exterior avanzaron a un ritmo más lento y aumentan las dudas sobre el crecimiento de final de año. Esta moderación de la demanda global podría compensar los efectos positivos de un euro más depreciado (durante el último año) y de los menores precios de la energía. Los datos reales de actividad hasta julio vienen confirmando las señales de las encuestas de confianza, con cierta recuperación tanto de la producción industrial como de las ventas al por menor, lo que apunta a un mayor contribución de la demanda doméstica al crecimiento, sobre todo del consumo privado. A pesar de la caída de las exportaciones en julio, el nivel de ventas al exterior se mantiene prácticamente estable con respecto al segundo trimestre, mientras que las importaciones se redujeron significativamente, lo que sugiere que las exportaciones netas no deberían lastrar el crecimiento. Teniendo en cuenta toda esta información, el MICA-BBVA estima que el crecimiento del PIB de la zona euro se situaría alrededor del 0,4% t/t para 3T15. Tras las medidas de expansión cuantitativa del BCE, el crédito a los hogares continuó mostrando señales de mejora hasta agosto (0,6% 3m/3m), pero el de las empresas continúa sin despegar de manera clara (0,2% 3m/3m tras estancarse en 2T15) y aviva las dudas sobre el rebote de la inversión.

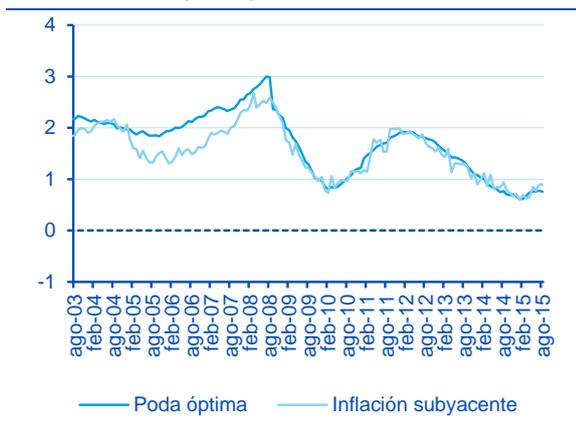
Respecto a los precios, la reducción en 0,2pp de la inflación general en la zona euro hasta el -0,1% a/a en septiembre respondió básicamente a la caída de los precios de los productos energéticos, mientras que la inflación del resto de componentes se mantuvo relativamente estable. Con todo ello, la inflación subyacente se mantuvo en el 0,9% a/a, sin cambios desde mediados de año. De momento no se observan señales de efectos de segunda ronda por la caída del precio del petróleo, que podrían estar viéndose frenados por la mejora de la demanda interna y cierta traslación de la depreciación del euro durante el último año. Hacia delante, la inflación debería repuntar en noviembre y diciembre (hasta alrededor del 0,8% a/a) debido a la

desaparición de los efectos base de los precios de la energía (tras la intensa caída a finales de 2014) para alcanzar una media anual en torno al 0,1% en el conjunto de 2015. No obstante, la reciente evolución de los precios de las materias primas, en especial el petróleo, así como el tipo de cambio (ligada a las decisiones de otros bancos centrales) pone un sesgo a la baja en las previsiones de la inflación a corto plazo que se materializaría si la desinflación de la energía se extiende a otros componentes. Para 2016, la inflación se mantendrá claramente por debajo del objetivo del BCE y esperamos que registre una media anual del 1,1%.

En este informe, incorporamos por primera vez un conjunto de indicadores compuestos para profundizar en la monitorización de la inflación (véase gráfico 22). Según dichos indicadores, que abarcan medidas de inflación desde el dato corriente hasta expectativas a diez años, desde principios de año (coincidiendo con el anuncio del QE) la inflación inició una convergencia a la media. Sin embargo, los datos más recientes muestran que esta convergencia se ha frenado e incluso ha revertido parcialmente en el componente de más largo plazo. En principio este freno se ha producido en línea con el ajuste de los precios de materias primas, pero la monitorización de su evolución puede ser clave para evaluar la probabilidad una extensión del QE.

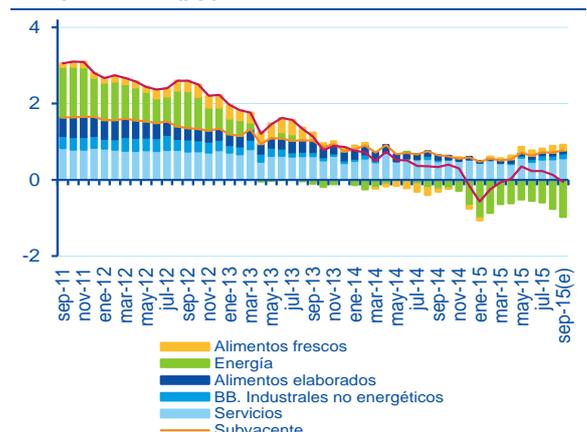
Por otro lado, las condiciones financieras en el último mes se han relajado (debido a unos tipos de interés reales menores y a un euro estable), respecto al endurecimiento que se produjo en los meses de verano.

Gráfico 20  
UEM: inflación (% a/a)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 21  
UEM: Inflación (% a/a) y contribución componentes (pp)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 22

**Indicadores compuestos para monitorizar la inflación\***

Desviaciones estándar respecto a la media



\*Estos indicadores se construyen utilizando análisis de componentes principales. Para combinar estas diversas variables en cada subíndice, se calcula un Z-score para cada uno, y luego el primer componente principal de estos Z-score. Las variables incluidas en el corto plazo son: inflación general y subyacente y deflactor del PIB. En el medio plazo: previsiones de inflación del BCE a dos años vista, el swap de inflación a dos años y la inflación a dos años vista publicada por el *Survey of Professional Forecasters*. En el largo plazo: el swap de inflación a cinco años, la inflación a largo plazo publicada por el *Survey of Professional Forecasters* y el swap de inflación 5 años dentro de 5 años. Se publicará en la página web un observatorio económico explicando los indicadores.

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 23

**Eurozona: Expectativas de inflación implícitas en los mercados**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 24

**Tensionamiento condiciones financieras**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Conclusión: el balance en el último mes de compras de bonos soberanos por parte del BCE continúa siendo positivo. En septiembre, el banco central ha superado el objetivo mensual de compras (63 mM de euros), al igual que en el periodo entre mayo y julio. Este incremento de las compras, permite al BCE tener margen en los próximos meses (para realizar menores compras), y por tanto, asegurarse alcanzar el objetivo mensual de 60 mM. Ante un clima de mayor incertidumbre a nivel global, los miembros del consejo de gobierno del BCE han intensificado su discurso de firme compromiso con el actual programa, así como su intención de ampliarlo si fuera necesario, pero dando un mensaje claro de que todavía es pronto para tomar decisiones en este sentido. Aunque la incertidumbre es elevada y los riesgos permanecen a la baja, siempre y cuando se establezca el crecimiento en China y en los principales mercados emergentes (nuestro escenario central), consideramos que el escenario más probable es que el BCE se mantenga a la espera, no modificando por tanto, el programa actual de compras.

**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.