

Observatorio Económico

Europa

Madrid,
20 de febrero de 2013
Análisis Económico

Economías Desarrolladas

Javier Andrés
javier.andres@uv.es

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa¹

Introducción

Uno de los temas más controvertidos desde el inicio de la crisis económica ha sido el efecto de las políticas fiscales sobre el crecimiento económico. A finales de 2008, la atención se centró en los efectos de las políticas expansivas que empezaron a llevarse a cabo para contener la fuerte caída de la actividad que se estaba produciendo en aquellos momentos. Desde 2010, el interés se ha desplazado justo en la dirección contraria: ante el riesgo de insostenibilidad fiscal al que se enfrentaban muchos países europeos, y que dio lugar a la crisis de deuda en Europa, las autoridades fiscales empezaron a llevar a cabo políticas de ajustes fiscal, con efectos contractivos sobre la actividad económica.

Los efectos estabilizadores de las políticas fiscales sobre el nivel de producción se miden habitualmente a través del **multiplicador fiscal**, que se define como la **variación del PIB en términos relativos a la variación del déficit público debida a políticas discrecionales** (aumento del gasto, G^* ; menos el de los ingresos, T^* , discrecionales):

$$\Delta PIB / (\Delta G^* - \Delta T^*)$$

La interpretación del multiplicador fiscal es, por lo tanto, bastante inmediata: indica en cuánto varía el PIB por cada unidad de aumento o disminución discrecional del gasto o ingresos públicos.²

En un interesante artículo de 2009, en medio del debate sobre la conveniencia de emprender políticas fiscales para combatir la situación de caída libre en la que se encontraban las economías desarrolladas, Robert Barro explicaba muy bien **qué significa un multiplicador mayor o menor que la unidad**. Cuando el multiplicador es igual a la unidad, si el gobierno compra un avión o construye un puente, la producción total de la economía aumenta exactamente lo suficiente como para fabricar ese avión o construir el puente sin que se reduzca la producción del resto de bienes, manteniendo inalterados el consumo y la inversión del sector privado. Si el multiplicador es mayor que la unidad, para Barro “el proceso es aún más maravilloso”: además de aumentar la producción en ese avión o puente, el PIB aumenta aun más porque lo hace el consumo y/o la inversión privados. Es decir, el aumento de la demanda por parte del sector público tiene efectos externos positivos, de manera que se ponen en marcha otros mecanismos adicionales que terminan utilizando la capacidad productiva ociosa y aumentando la demanda del sector privado.

¿Por qué es importante que el multiplicador sea mayor o menor? Si el multiplicador es muy elevado, los efectos negativos de la austeridad fiscal sobre el PIB serán cuantitativamente importantes, lo que provocará una disminución de los ingresos por los estabilizadores automáticos, que podría ser superior al ahorro esperado ex-ante del ajuste. En esta situación la consolidación fiscal en tiempos de crisis sería autodestructiva, por lo que algunos economistas (e.g., De Long y Summers, 2012) incluso han llegado a defender que, en esas circunstancias, para que el déficit disminuya lo apropiado sería aumentar el gasto público.³

1: Los autores agradecen los valiosos comentarios y sugerencias de O. Blanchard y D. Leigh.

2: Por discrecional se entiende aquella variación de los ingresos y gastos públicos como respuesta de una decisión de política económica, es decir, de una política fiscal activa. Por el contrario, cuando la variación de los ingresos y gastos públicos es el resultado de los estabilizadores automáticos ante cambios en la actividad económica, sin que se haya adoptado ninguna decisión de política económica, se habla de política fiscal pasiva.

3: Andrés (2013) analiza el trabajo de Boussard, de Castro y Salto (2012) en el que se muestra que multiplicadores superiores a la unidad no implican necesariamente consolidaciones fiscales autodestructivas. Incluso es posible que con multiplicadores fiscales elevados la deuda aumente el primer y segundo año de la consolidación pero, salvo en casos muy extremos, a partir del tercer año la consolidación es efectiva. Estos resultados dependen del valor del multiplicador pero también de la sensibilidad del déficit público al ciclo económico y de la respuesta de los mercados financieros.

Una breve revisión de la literatura

En la práctica, **¿cuál es el valor del multiplicador fiscal?** Sobre este tema se han escrito ríos de tinta, y las posiciones entre algunas escuelas económicas están muy encontradas entre sí, como si se tratara de un dogma de fe. Para unos, que se identifican con las propuestas más keynesianas de utilizar lo más activamente posible las políticas de estímulo fiscal a corto plazo, el multiplicador excede 1,5. Para otros economistas, particularmente aquellos en la corriente de la *supply-side view*, el multiplicador es claramente inferior a la unidad en el mejor de los casos.

Una razón de estas posiciones tan encontradas en el valor del multiplicador fiscal es que **su cuantificación a través del análisis de la evidencia empírica proporciona valores muy diversos**. En primer lugar, porque es difícil aislar los efectos de las políticas de estímulo fiscal de otras perturbaciones que simultáneamente están afectando a la economía. Segundo, porque **el valor del multiplicador depende de la composición del estímulo fiscal** (qué parte es mediante aumento del gasto y qué parte reducción de impuestos) **y de la características específicas de cada economía ante determinadas situaciones que son variables en el tiempo**: cuál es el grado de apertura externa, el régimen del tipo de cambio, la respuesta de la política monetaria, la situación de estrés en la que se encuentren las cuentas públicas, el grado de acceso de los consumidores al mercado financiero, la disponibilidad de crédito bancario, el nivel de endeudamiento externo y del sector privado, o si la medida de estímulo a corto se anuncia simultáneamente con medidas de consolidación a largo plazo.

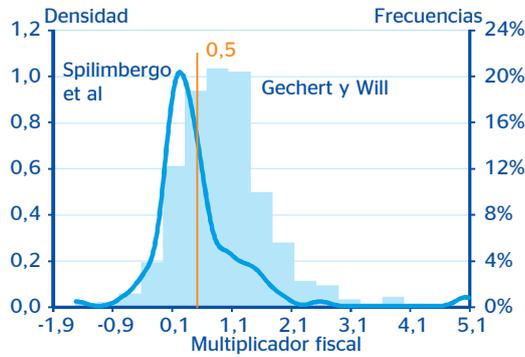
Como ejemplo de cuánto pueden influir estos factores, en un trabajo reciente, **Corsetti, Meier y Müller** (2012) encuentran que durante el primer año de aplicación de una política de gasto expansiva el multiplicador fiscal puede variar desde -0,7 (cuando el nivel de deuda pública es elevado) hasta 2,3 (cuando la economía se encuentra en una crisis financiera grave). En el caso que estos autores consideran su escenario base (una economía con tipos de cambio flexibles, con una deuda pública inferior a 100% del PIB y un déficit público inferior al 6% y sin crisis financiera) el multiplicador es cero.

En una panorámica de la literatura empírica **Spilimbergo, Symansky y Schindler** (2009) encuentran un rango de multiplicadores que va desde -1,5 hasta 5,2, si bien es muy raro encontrar multiplicadores superiores a 2. La línea del **Gráfico 1** (escala izquierda) representa la función de densidad de los 131 multiplicadores que aparecen en esta panorámica, **cuya media es 0.54**. Como puede observarse, los valores más frecuentes son positivos aunque ligeramente inferiores a la media.

Gechert y Will (2012) analizan una muestra más amplia de 89 estudios con la que realizan un meta-análisis de 754 multiplicadores fiscales, cuya distribución de frecuencias se representa a través de las barras del **Gráfico 1** (escala derecha). La **media de estos multiplicadores varía de 0,5 a 1,0** dependiendo de la naturaleza de la política fiscal (gasto público, transferencias o impuestos) y del método de estimación. Este meta-análisis permite concluir que **el multiplicador varía entre 2,82** (el impacto máximo de un gasto militar, en modelos neo-keynesianos de equilibrio general cuando los tipos de interés alcanzan el límite cero) **y -1,3** (efecto de un aumento de transferencias en un modelo de ciclo real cuando las importaciones suponen un 50% del PIB).

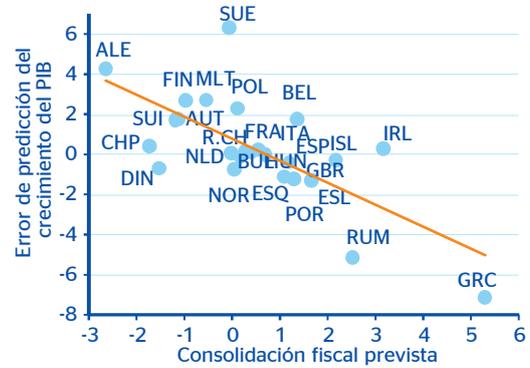
A modo de ejemplo de esta variedad en los valores de los multiplicadores fiscales, resulta ilustrativo mencionar dos posiciones opuestas sobre la política fiscal durante la reciente crisis económica. En un extremo, la revisión de la literatura que realizó **Alesina (2010)**, para la reunión del Ecofin de Abril de 2010, según la cual las consolidaciones fiscales pueden llegar a ser expansivas (un multiplicador fiscal negativo). En el otro, las lecciones que extrae **Romer (2012)**, para quien los multiplicadores a corto plazo son positivos y cuantitativamente elevados, por lo que la política fiscal expansiva de EE.UU. durante la crisis (*American Recovery and Reinvestment Act* de 2009) ha tenido efectos estabilizadores importantes.

Gráfico 1
Multiplicadores fiscales:
Función de densidad y distribución de
frecuencias de dos panorámicas de la literatura



Fuente: estimación propia a partir de la panorámica de Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009) y Gechert y Will (2012)

Gráfico 2
Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11



Fuente: Blanchard y Leigh (2013)

Para la economía española, el modelo de equilibrio general REMS (véase Boscá, Doménech, Ferri y Varela, 2011) proporciona un multiplicador del gasto público igual a 1.0 en el primer trimestre y a 0.52 para el conjunto del primer año.

En base la evidencia que acaba de presentarse, antes de la crisis solía aceptarse comúnmente como **regla un multiplicador fiscal igual a 0.5**. Este ha sido el multiplicador comúnmente utilizado por el FMI con el que evaluar las consolidaciones fiscales estos años atrás, sobre la base del análisis de la evidencia histórica y ejercicios de simulación de su modelo GIMF (FMI, 2010).

Los resultados de Blanchard y Leigh

El debate sobre los efectos de la política fiscal en el PIB, particularmente como consecuencia de las medidas contractivas adoptadas para reducir los abultados déficits públicos, se ha visto sacudido por el análisis realizado en el *World Economic Outlook* (octubre 2012) del FMI, posteriormente ampliado por Blanchard y Leigh (2013), en un reciente trabajo de investigación muy interesante y completo.

El argumento es el siguiente. **Blanchard y Leigh encuentran que en 2010 se cometieron errores sistemáticos en las previsiones de crecimiento del PIB de 2010 y 2011, que estaban negativamente correlacionadas con las previsiones de consolidación fiscal** para esos dos años. La evidencia se resume muy bien el **Gráfico 2**. En el eje horizontal se muestra la consolidación fiscal prevista en 2010 por el FMI para 2010 y 2011, y en el eje vertical el error de previsión en el crecimiento del PIB para esos dos años, en una muestra de 26 países europeos. Bajo la hipótesis de eficiencia en el uso de la información disponible a la hora de realizar las previsiones económicas, el error de previsión no debería mostrar ninguna relación con la consolidación fiscal prevista. Como muestra el Gráfico 2 este no es el caso: el coeficiente de regresión entre ambas variables es -1.095 y estadísticamente significativo (con un t-ratio igual a -4.85).

¿Qué implicación tiene esta correlación entre el error de previsión y la consolidación fiscal esperada? Puesto que en las previsiones del FMI para el PIB se tienen en cuenta los ajustes fiscales previstos, la conclusión que extraen Blanchard y Leigh es que, al menos durante esta crisis, los multiplicadores fiscales han sido superiores a los utilizados al elaborar esas previsiones económicas. Si en promedio el multiplicador utilizado fue 0,5 (*World Economic Outlook*, octubre 2008 y octubre 2010), **la evidencia de Blanchard y Leigh sugiere que en realidad el impacto de la consolidación fiscal en 2010 y 2011 ha sido equivalente a la que cabría esperar con un multiplicador de 1,6 (0,5+1,095)**.

¿Cuán robustos son estos resultados? En respuesta a una crítica de Giles (2012a y b). Blanchard y Leigh realizan diferentes pruebas de robustez. Primero **excluyen a Alemania y Grecia** de la muestra. Aunque el coeficiente estimado disminuye casi un 30%, hasta 0,776 –o lo que es lo mismo un multiplicador implícito de 1,3- sigue siendo estadísticamente significativo. Segundo, utilizan **métodos robustos a la presencia de observaciones atípicas** (regresiones robustas, por quintiles y por medidas de distancia de Cook). De nuevo, el coeficiente sigue siendo estadísticamente significativo e incluso más elevado, porque la observación con mayor residuo es Suecia, cuya exclusión ayuda a aumentar la correlación entre el error de previsión en el crecimiento y la consolidación fiscal prevista. Tercero, **amplían la muestra con 10 economías avanzadas** (el coeficiente cae a la mitad y deja de ser estadísticamente significativo) **y analizan la evidencia de 14 economías emergentes** (el coeficiente estimado es igual a cero). Cuarto, en la muestra de 26 economías europeas **controlan por distintas variables que caracterizan la situación fiscal, financiera, bancaria, de endeudamiento del sector privado, o el sector exterior**. En todos los casos el coeficiente estimado sigue siendo estadísticamente significativo y cercano a la unidad. Quinto, realizan el mismo ejercicio para **otros años de 2009 a 2012**, lo que permite ver que su argumento funciona mejor precisamente en el periodo 2010-11. Por último, además de otras pruebas, analizan si se obtiene un resultado similar cuando en lugar de utilizar los errores de previsión del FMI se utilizan los de la **Comisión Europea, la OCDE o Economist Intelligence Unit**. Aunque los coeficientes estimados son menores (lo que podría ser resultado de que los multiplicadores fiscales que utilizan estas instituciones son mayores), en todos los casos la relación entre los errores de previsión del crecimiento y el ajuste fiscal previsto es negativa y estadísticamente significativa. En definitiva, estos distintos ejercicios indican que **los resultados dependen de los países y periodos analizados**, pero para el caso de los países europeos la robustez del coeficiente estimado en los años 2010 y 2011 parece sugerir que el multiplicador fiscal es bastante superior a la unidad.

Aunque Blanchard y Leigh interpretan estos resultados con bastante cautela, lo cierto es que la lectura que se ha hecho de estos resultados, sobre todo en los medios de comunicación europeos, **ha llevado a que una mayoría más amplia de observadores, analistas o expertos acepten que los multiplicadores fiscales son ampliamente superiores a la unidad y que la política de austeridad fiscal que están llevando algunos países europeos deba detenerse y cuestionarse profundamente**.

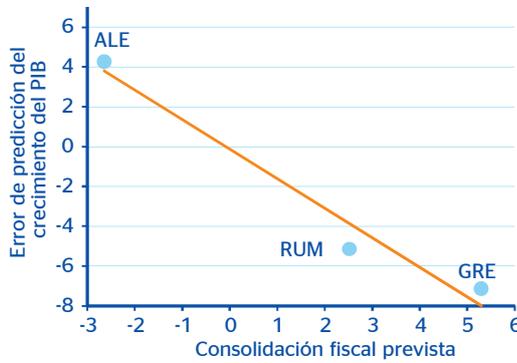
¿Por qué han sido tan bien acogidos estos resultados de Blanchard y Leigh? Básicamente porque dan soporte empírico a algunos resultados previos que **cuestionaban la velocidad del ajuste fiscal en una crisis financiera**, sobre todo en los países europeos. La evidencia de Auerbach y Gorodnichenko (2012) ya indicaba que en una recesión los multiplicadores tienden a aumentar. Este aumento es especialmente significativo en caso de las crisis financieras, lo que se debe en buena medida al hecho de que las distorsiones en los mercados financieros dificultan la sustitución intertemporal de los consumidores, de modo que su propensión marginal a consumir aumenta significativamente (Eggertsson y Krugman, 2012). Sin embargo los efectos de la deuda privada sobre los multiplicadores es más compleja ya que la necesidad de acelerar el desapalancamiento puede dar lugar al efecto contrario de manera que el estímulo fiscal termine aumentando la tasa de ahorro del sector privado.

Sin embargo la situación de estrés en que se encuentran las finanzas públicas en la actualidad puede tener el efecto contrario sobre el multiplicador. Leeper y Walker (2011), muestran que muchas economías avanzadas pueden estar **cerca de su "límite fiscal"** lo que tiene como consecuencia dos efectos importantes. Primero, los efectos de los instrumentos de política monetaria y fiscal se vuelven impredecibles, en particular los anuncios de política fiscal pierden credibilidad y los bancos centrales pueden perder el control sobre la inflación. Segundo, las primas de riesgo tienden a aumentar de forma no lineal con el volumen de deuda (Bi, 2012). Estos resultados son compatibles con las estimaciones de Corsetti, Meier y Müller (2012) quienes encuentran que los **multiplicadores fiscales en tiempos de finanzas públicas deterioradas** son negativos, aunque no estadísticamente significativos.

La importancia de los casos específicos

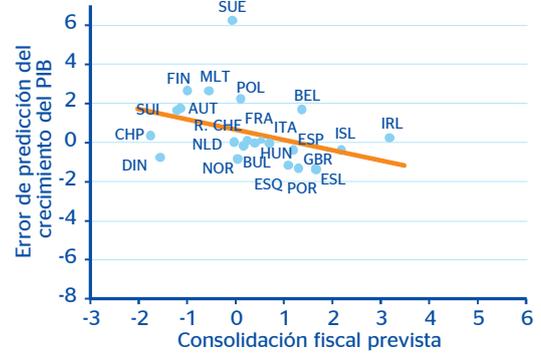
Como muestran Blanchard y Leigh, sus resultados están influidos por algunos países y periodos, aunque su análisis de robustez continúa proporcionando resultados que son estadística y económicamente significativos. **Como ejemplo adicional de la sensibilidad de los resultados a la presencia de algunos países en la muestra**, el Gráfico 3 muestra la clara relación negativa existente (la pendiente es igual a -1,49) entre las previsiones de consolidación fiscal y el error de predicción del PIB cuando Rumania se añade a los dos países analizados por Blanchard y Leigh (Alemania y Grecia).⁴ El Gráfico 4 muestra la relación para los 23 países restantes. En este caso la correlación es de nuevo económica y estadísticamente significativa pero más reducida (el coeficiente de regresión disminuye hasta -0.527).

Gráfico 3
Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11



Fuente: estimación propia a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013)

Gráfico 4
Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11



Fuente: estimación propia a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013)

Los resultados de Blanchard y Leigh, cuando se excluye a Alemania y Grecia, y la evidencia adicional de los Gráfico 3 y 4 sugiere que los efectos de los ajustes fiscales sobre el crecimiento son sensibles a la muestra de países. En la muestra de 23 países europeos, entre los que se encuentra España, no puede concluirse que los multiplicadores fiscales sean diferentes de 1 ($0.5+0.527$). Los resultados para Alemania, Grecia y Rumania sugieren que es necesario realizar un análisis más detallado de las razones por las que los errores de previsión han sido tan importantes. Algo parecido ocurre con Suecia (Gráfico 4).

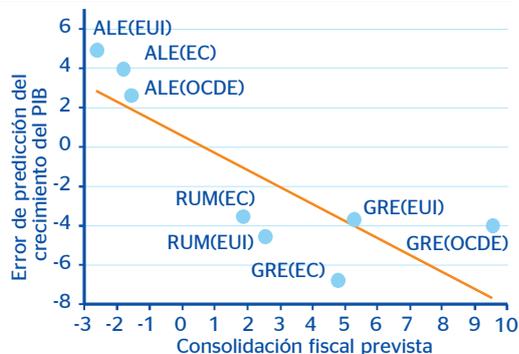
La sensibilidad de los resultados a la muestra de países puede ilustrarse también utilizando los datos que proporcionan Blanchard y Leigh de las estimaciones de la **Comisión Europea, la OCDE y Euro Intelligence Unit** para 2010 y 2011, en los Gráficos 5 a 6 se analiza la robustez del resultado anterior. Con las observaciones del **Gráfico 5** referidas a Alemania, Grecia y Rumanía se obtiene una relación negativa (aunque en este caso el coeficiente es ligeramente inferior: -0,87 frente a -1,49 con las previsiones del FMI) y estadísticamente significativa. Por el contrario, en el resto de países (**Gráfico 6**) la relación entre la consolidación fiscal y el error de predicción del crecimiento es de nuevo mucho menor (incluso ligeramente positiva en el caso de *Euro Intelligence Unit*) y no es estadísticamente significativa.⁵

Estos resultados no deben interpretarse como que cuestionan la robustez de los resultados de Blanchard y Leigh. Por el contrario, **son un ejemplo ilustrativo de la sensibilidad de los multiplicadores fiscales a las características específicas de las distintas economías**, lo que corrobora la idea de que **una consolidación fiscal para un país concreto debe evaluarse solo en función de sus méritos propios**. De hecho, Blanchard y Leigh explícitamente indican que sus resultados no deben utilizarse para defender políticas fiscales específicas en ningún país en particular, ni implican que la consolidación fiscal sea indeseable.

4: Se han seguido un proceso recursivo con el que se ha analizado la significatividad de variables artificiales para cada uno de los países en la muestra y se han reestimado los resultados tras excluir a aquellos países para los que resultaban significativas. Después de excluir a Alemania, Grecia y Rumania, el único país cuya variable artificial resulta significativa es Suecia, aunque en este caso su error de predicción de crecimiento del PIB no guarda relación alguna con la consolidación fiscal.

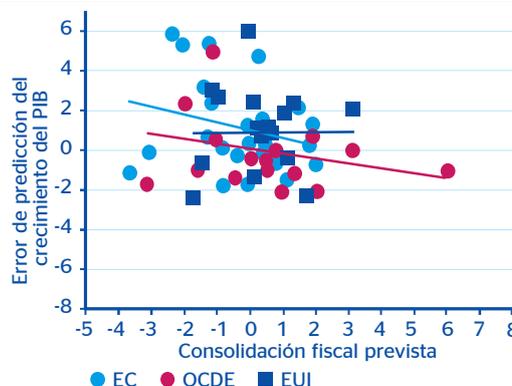
5: La mayor pendiente negativa se obtiene con los datos de la Comisión Europea (-0.36), pero incluso en este caso resulta no ser estadísticamente significativa (t-ratio igual a 1.2).

Gráfico 5
Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11



Fuente: estimación propia a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013)

Gráfico 6
Consolidación fiscal prevista y error de predicción del crecimiento del PIB, 2010-11



Fuente: estimación propia a partir de los datos de Blanchard y Leigh (2013)

Conclusiones e implicaciones de política económica

De las secciones anteriores pueden extraerse las siguientes conclusiones:

- el multiplicador fiscal depende del **tipo de medida fiscal**: la composición importa,
- el multiplicador dependen de las **características específicas de cada economía** ante determinadas situaciones que son variables en el tiempo,
- aunque con carácter general un multiplicador fiscal entre 0,5 y 1 es una aproximación aceptable, las distintas combinaciones de medidas, países y periodos hace que **el multiplicador fiscal tenga un rango de variación muy amplio**, desde valores negativos a superiores a 2.

Estos resultados indican que los efectos estabilizadores de las políticas fiscales, sean de estímulo o de ajuste, han de valorarse muy cuidadosamente, con un análisis coste/beneficio lo más detallado posible para cada país, en función del instrumento fiscal utilizado, y de las características del estímulo o consolidación: duración del cambio fiscal, anuncio, aplicación de otras medidas simultáneamente como reformas económicas o política monetaria, etc.

De igual manera que en 2008 y 2009 se decía que las políticas fiscales expansivas apropiadas deberían ser *TTT* (el acrónimo en inglés de *Timely, Targeted* y *Temporary*), en el momento actual **las políticas de ajuste y consolidación fiscal deben ser *TTP: Timely, Targeted* y *Permanent***. *Timely*, porque deben llevarse a cabo con ritmo adecuado para que sean efectivas en la reducción del déficit sin perjudicar más de lo necesario al crecimiento, y creíbles ante los mercados financieros que compran la deuda pública. El ajuste fiscal debe acompañarse a la evolución de la economía, abandonando los objetivos de déficit corriente en favor de una reducción más paulatina del déficit estructural. *Targeted* porque no todos los gastos (ingresos) públicos han de reducirse (aumentar) por igual, ya que no todas las políticas de gasto son igualmente eficaces, ni tienen los mismos efectos sobre el crecimiento y sobre la distribución de sus costes entre los agentes económicos. Es preciso evitar los recortes de gasto o los incrementos impositivos indiscriminados y ocasionales en favor de la aplicación de reformas fiscales, presupuestarias y de la administración pública (gasto público) profundas. Y *Permanent* porque la única manera de reducir el déficit fiscal estructural es mediante políticas de ajuste con efectos permanentes sobre las cuentas públicas.

Referencias

- Andrés, J. (2013): "¿Es la consolidación fiscal en Europa self-defeating?". Nada es Gratis, <http://www.fedeablogs.net/economia/?p=28213>.
- Auerbach, A. J., y Y. Gorodnichenko (2012): "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy." *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2): 1-27.
- Barro, R. (2009): "Government Spending Is No Free Lunch". *The Wall Street Journal*. 22 de enero.
- Bi, H. (2012): "Sovereign Default, Risk Premia, Fiscal Limits, and Fiscal Policy", *European Economic Review*, 56, 389-410
- Blanchard, O. y D. Leigh (2013): "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers". IMF Working Paper WP/13/1.
- Boscá, J. E., R. Doménech, J. Ferri y J. Varela (2011): *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*. Palgrave MacMillan, 2011.
- Boussard, J., F. de Castro y M. Salto (2012): "Fiscal Multipliers and Public Debt Dynamics in Consolidations". *European Economy, Economic Papers* 460. European Commission.
- Corsetti, G., A. Meier y G. J. Müller (2012): "What Determines Government Spending Multipliers?" *Economic Policy*, octubre, 521-565.
- DeLong, B. y L. H. Summers (2012): "Fiscal Policy in a Depressed Economy". *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring.
- Eggertsson, G. y P. Krugman (2012): "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach". *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3): 1469-1513
- FMI (2010): *World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing*. Octubre.
- FMI (2012): *World Economic Outlook. Coping with High Debt and Sluggish Growth*. Octubre.
- Gechert, S. y H. Will (2012): "Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis," IMK Working Paper 97-2012.
- Giles, C. (2012a): "Has the IMF proved multipliers are really large? (wonkish)". *Financial Times*, 12 de octubre.
- Giles, C. (2012b): "Robustness of IMF data scrutinized". *Financial Times*, 12 de octubre.
- Romer, C. (2012): "Fiscal Policy in the Crisis: Lessons and Policy Implications". IMF Fiscal Forum.
- Spilimbergo, A., S. Symansky y M. Schindler (2009): "Fiscal Multipliers". IMF Staff Position Note SPN/09/11.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.