

# Observatorio Económico

España

Madrid,  
11 de marzo de 2013  
Análisis Económico

Javier Andrés  
javier.andres@uv.es

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

## Saldo presupuestario, desempleo estructural y ajustes fiscales<sup>1</sup>

### Introducción

Una de las cuestiones más importantes en el indispensable proceso de consolidación fiscal que actualmente están realizando muchas economías desarrolladas es el tamaño del ajuste fiscal y la rapidez con la que se lleva a cabo. Un ajuste fiscal excesivo y/o demasiado rápido puede tener unos efectos dramáticos sobre el desempleo y el crecimiento, y poner en peligro el propio proceso de ajuste fiscal, al provocar una consolidación fiscal autodestructiva (e.g., De Long y Summers, 2012). Por el contrario, un ajuste insuficiente en su cuantía y/o demasiado lento puede resultar ineficaz y poco creíble para los mercados financieros, lo que en situaciones extremas puede conducir a la total incapacidad del sector público para financiarse y renovar sus vencimientos de deuda. En definitiva, es muy importante **encontrar el equilibrio apropiado entre crecimiento y eficacia y credibilidad del ajuste fiscal**. Este equilibrio es incluso más relevante cuando el nivel de deuda sobre PIB es elevado y, por lo tanto, existe un reducido espacio fiscal.

Uno de los principales factores que determinan esta credibilidad es si la implementación del ajuste fiscal ha resultado en una reducción efectiva del saldo presupuestario estructural, es decir, del déficit público existente una vez eliminado el efecto del ciclo económico. Los determinantes de este saldo estructural son tanto fiscales como económicos. Así la corrección del déficit estructural requiere la aplicación de medidas presupuestarias de carácter permanente y mejoras sustanciales en la gestión de ingresos y gastos de las administraciones públicas, así como de reformas estructurales que aumenten el crecimiento potencial de la economía y reduzcan el desempleo estructural. Obviamente, el déficit estructural no es observable y el hecho de que todos estos factores tengan un periodo de maduración muy distinto dificulta el equilibrio antes mencionado.

La **Comisión Europea acaba de publicar sus previsiones de invierno** de 2013, con las que ha actualizado sus estimaciones de **saldo presupuestario estructural**.<sup>2</sup> Como acaba de señalarse, este déficit es precisamente el que deberían reducir los países europeos con sus políticas de ajuste fiscal durante los próximos años porque es el nivel al que tenderán a medida que la recuperación económica permita alcanzar una situación cíclica neutral. Y estas estimaciones son cruciales porque miden el éxito de las reformas en términos de los esfuerzos que hay que hacer para alcanzar un saldo estructural equilibrado.

En el **Gráfico 1** se muestra la estimación del déficit estructural para las economías europeas. Para diez de ellas el déficit público estructural supera el 3 por ciento del PIB. Después de Irlanda y Reino Unido, **España es la tercera economía con mayor déficit estructural en 2012, con un 5,9% del PIB**. A pesar de todos los problemas de consolidación de sus cuentas públicas, Grecia presenta una estimación de déficit estructural significativamente menor, equivalente a medio punto del PIB.

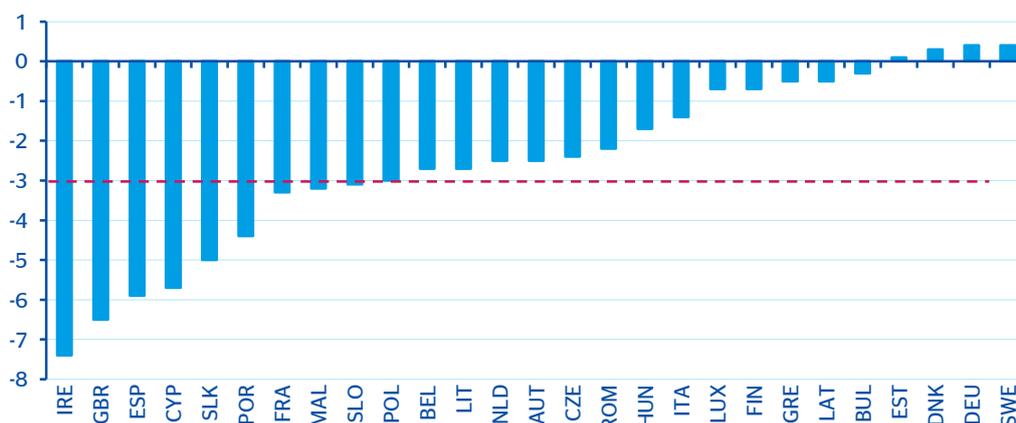
1: Los autores agradecen los comentarios y sugerencias de M. Cardoso, A. Díaz, J. R. García, C. Martínez-Mongay, P. Más, V. Pou, J. Sicilia y J. Varela.

2: Véase [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu/forecasts/2013\\_winter\\_forecast\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2013_winter_forecast_en.htm). La Comisión distingue entre déficit estructural y déficit ajustado del ciclo económico en función de si se incluyen o no medidas discrecionales de ajuste fiscal con efectos transitorios. Para facilitar la comparabilidad, a lo largo de este Observatorio utilizamos las estimaciones de invierno de la Comisión Europea de déficit presupuestario, así como su estimación de las medidas "one-off" para 2012.

La estimación de un déficit estructural tan elevado para la economía española llama particularmente la atención si se tiene en cuenta que la tasa de paro superó el 26% en el cuarto trimestre de 2012. Esta tasa de paro tan elevada es posiblemente el mejor indicador de la posición cíclica tan negativa en la que se encuentra España. Dado que la previsión de déficit para 2012 con la que la Comisión estimó ese componente estructural era del 7% (muy similar al 6,7% que acaba de anunciar el Gobierno español) y que su estimación de las medidas de tipo "one-off" equivale al 1% del PIB, esto significa que el componente cíclico del déficit público apenas representa 2,1 puntos porcentuales del PIB. Es decir, la mayor parte del déficit previsto por la Comisión en 2012 se debe, con diferencia, a su componente estructural.

**¿Qué relación hay entre el saldo presupuestario y el desempleo?** Obviamente, las oscilaciones cíclicas del desempleo están asociadas a las oscilaciones cíclicas del saldo presupuestario. Así, a medida que el déficit público converge a su nivel estructural, cuando la economía tiende a una situación cíclica neutral, simultáneamente el desempleo converge a su tasa estructural. Lo que observamos es el déficit público y la tasa de desempleo pero no sus componentes estructurales, que tienen que ser estimados, lo que introduce incertidumbre en unas variables clave para la política económica de los próximos años.

Gráfico 1  
**Saldo presupuestario estructural en 2012 estimado por la Comisión Europea**



Fuente: Comisión Europea (Febrero de 2013)

En el **Gráfico 2** se ha representado el saldo presupuestario de España, como porcentaje del PIB, frente a la tasa de desempleo, que aparece en el eje horizontal. Como puede observarse hay una clara asociación negativa entre desempleo y déficit presupuestario (la correlación entre ambas variables es igual a -0,84 entre 1980 y 2012), como resultado de los efectos de los estabilizadores automáticos, presentes en las cuentas públicas.<sup>3</sup>

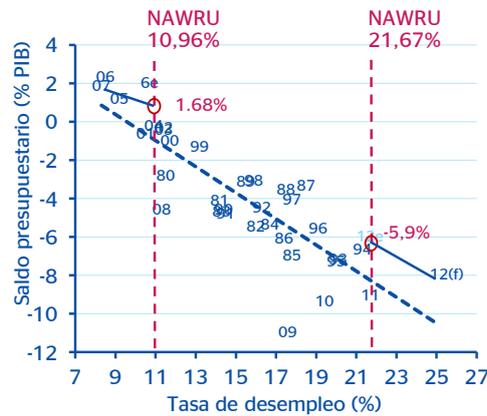
En este gráfico se han representando también dos rectas verticales que corresponden a las tasas de desempleo estructural en 2006 y 2012 estimadas por la Comisión. De estas estimaciones **llama la atención la elevada prociclicidad y volatilidad de esa tasa estructural**, que ha oscilado entre el 11,0% (cuando el desempleo corriente era 8,5%) y el 21,7% (cuando el corriente era 25,0%), casi once puntos de diferencia en solo seis años en una variable que suele ser bastante estable a corto plazo. La primera lectura que se obtiene de estas estimaciones es que **la Comisión estima** que la mayor parte de la caída en la actividad económica en España durante los últimos años ha supuesto en realidad una caída del PIB potencial o, lo que es lo mismo, **que prácticamente todo el desempleo observado en la actualidad es de carácter estructural**.

Sobre esas rectas verticales para las tasas de desempleo estructural de 2006 y 2012, se ha representado el saldo presupuestario estructural estimado por la Comisión para esos dos años:

3: Aunque es conveniente representar el saldo presupuestario como porcentaje del PIB tendencial, los resultados no se ven muy afectados cuando se utiliza como aproximación el PIB corriente. Por ejemplo, en 2006 el superávit presupuestario sobre el PIB fue del 2,4% y sobre el PIB tendencial del 2,5%.

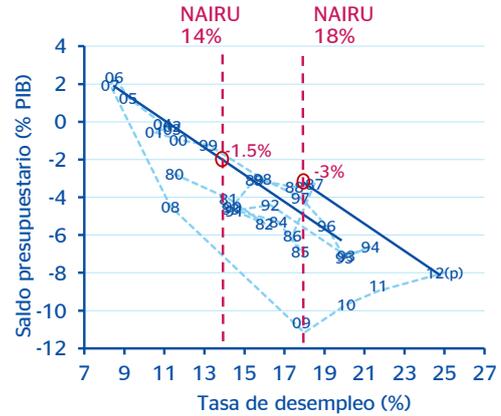
1,7% y -5,9% respectivamente. Dado que el saldo presupuestario corriente en 2006 era del 2,4% del PIB, se deduce que el saldo cíclico estimado en el momento álgido del *boom* inmobiliario era ligeramente superior a medio punto porcentual del PIB. Esta estimación resulta claramente contradictoria con los resultados de diversos autores (por ejemplo, Martínez-Mongay, Maza y Yaniz, 2007) que han estimado que entre dos y tres puntos del PIB podían considerarse ingresos transitorios en esos años. Si a esto se añade el efecto del ciclo sobre el gasto público, puede concluirse que el saldo presupuestario cíclico en 2006 debía suponer, al menos, entre tres y cuatro puntos del PIB.

Gráfico 2  
Saldo presupuestario de las AA.PP. y tasa de desempleo



Fuente: Comisión Europea (Febrero de 2013)

Gráfico 3  
Saldo presupuestario de las AA.PP. y tasa de desempleo



Fuente: elaboración propia.

Un análisis más detallado de la evidencia del Gráfico 2 siembra algunas dudas sobre la consistencia interna de estas estimaciones. En el Gráfico 2, las dos rectas con pendiente negativa (líneas continuas), que proyectan la combinación de saldo presupuestario y tasa de desempleo en sus respectivas tasas estructurales, miden precisamente la sensibilidad del déficit cíclico al desempleo cíclico que estima la Comisión. Por ejemplo, en 2012 por cada punto de desempleo cíclico el saldo presupuestario disminuía en 0,63 puntos porcentuales, resultado de dividir el saldo presupuestario cíclico (-2,1%=-7,0%-1%+5,9%), incluyendo las medidas “one-off” que estima la Comisión, sobre el desempleo cíclico (3,3%=25,0%-21,7%). Al menos para 2012, la sensibilidad del componente cíclico del saldo presupuestario al de la tasa de desempleo que estima la Comisión es muy parecida a la que se obtiene al regresar directamente el saldo presupuestario total sobre la tasa de desempleo, que permite estimar un coeficiente de regresión igual a -0,66.<sup>4</sup>

En el **Gráfico 3** se calcula el saldo estructural de la economía española en 2006 y 2012 mediante un ejercicio similar pero con dos cambios metodológicos con implicaciones importantes. En primer lugar, **se estima una tasa de desempleo estructural siguiendo un procedimiento alternativo, que descansa en la Ley de Okun** (véase Ball, Leigh y Loungani, 2013, y Doménech y Gómez, 2005, para el caso español). El resultado para 2006 y 2012 se ha representado igual que antes mediante dos rectas verticales para las tasas de desempleo estructural del 14% (2006) y del 18% (2012). A diferencia de lo que observábamos en el Gráfico 2, las tasas de desempleo son ahora menos volátiles y procíclicas. Por el contrario, el desempleo cíclico es más persistente, como resultado de que la reasignación de empleo entre sectores puede llevar bastante tiempo.<sup>5</sup>

4: Ese no fue el caso en 2006, cuando el componente cíclico del saldo presupuestario estimado por la Comisión era igual a 0,8% y el desempleo cíclico a -2,46%, de manera que la pendiente para ese año era -0,33, la mitad de la estimada en 2012. Esta elasticidad es igual a 0,456 de 1995 a 2012.

5: Puede argumentarse que una parte de los puestos de trabajo que se han destruido son de carácter permanente (por ejemplo, en el sector de la construcción). Salvo que exista histéresis completa, la destrucción permanente de puestos de trabajo en algunos sectores concretos no significa necesariamente que los trabajadores que los ocupaban pasen a ser desempleados permanentes, dando lugar a un aumento de la tasa de desempleo estructural.

En segundo lugar, **se reestima la sensibilidad del saldo presupuestario cíclico al desempleo cíclico**, siguiendo el procedimiento descrito por Corrales, Doménech y Varela (2002), lo que permite obtener un coeficiente de -0,7, muy similar al coeficiente de regresión del saldo presupuestario sobre la tasa de desempleo (-0,75).

Con este nuevo coeficiente y las nuevas estimaciones del desempleo estructural del Gráfico 3 se puede calcular el saldo presupuestario estructural en estos años, proyectando los valores observados sobre las correspondientes líneas verticales para las tasa de desempleo estructural. En particular, ahora se observa que el saldo presupuestario estructural en 2006 era ya deficitario (-1,52 por ciento), a pesar de que se registrase un saldo positivo como consecuencia del efecto del *boom* de activos, fundamentalmente sobre los ingresos. De acuerdo con esta estimación, en el saldo presupuestario de las AA.PP. de 2006 casi cuatro puntos porcentuales del PIB podían considerarse cíclicos o transitorios. De manera similar, **al realizar este ejercicio para 2012 se obtiene que el déficit presupuestario estructural sería equivalente al 3%**, después de los ajustes fiscales que se han hecho en 2010, 2011 y, particularmente, en 2012. Durante estos años se han puesto en marcha un amplio conjunto de medidas con efectos permanentes en el gasto y los ingresos públicos como congelaciones salariales, disminución del empleo público, reducción del gasto en sanidad, educación u otras categorías de consumo público o aumento del IVA o eliminación de algunas desgravaciones del Impuesto de Sociedades. Además, aunque algunas medidas, como el aumento de la imposición sobre las rentas del trabajo o capital, se han anunciado como transitorias podrían convertirse en permanentes si así fuera necesario para garantizar que se alcanzan los objetivos de déficit.

Obviamente, la comparación entre los resultados de estos dos métodos pone de manifiesto la enorme importancia que tiene la **existencia de incertidumbres tanto en la estimación del desempleo estructural** (e.g., Staiger, Stock y Watson, 1997), similar a la que existe con el PIB tendencial (Larch y Turrini, 2009), **como en la sensibilidad del déficit al ciclo económico**.<sup>6</sup> Dadas estas incertidumbres, los resultados de este debate difícilmente pueden considerarse definitivos. La diferencia de tres puntos del PIB en la estimación del saldo presupuestario estructural en 2012 se explica fundamentalmente por la diferencia entre las tasas de desempleo estructural. En cualquier caso, si la tasa de desempleo estructural en 2012 fuera del 19% en lugar del 18%, el déficit estructural sería del 3,7%, todavía muy por debajo del nivel estimado por la Comisión.

Resulta pues evidente la necesidad de utilizar algún tipo de criterio cualitativo con el que evaluar de manera más precisa y consensuada la situación fiscal de la economía española. La elección entre los dos resultados que se presentan en los Gráficos 2 y 3, sin embargo, puede estar guiada por las siguientes consideraciones. Primero, el hecho de que para 2006 **los resultados del Gráfico 3 son más consistentes con la existencia de un boom de activos**, tal y como se ha comentado anteriormente, que estuvo detrás de la fuerte caída en la recaudación fiscal, incluso en los primeros momentos de la crisis cuando el desempleo todavía no había aumentado mucho. Un prueba del carácter cíclico de la posición fiscal de 2006 es que solo entre 2007 y 2008 los ingresos públicos no financieros disminuyeron 4,1 puntos como porcentaje del PIB, mientras que la tasa de paro estructural que estima la propia Comisión Europea habría aumentado solo 1,4 puntos, del 11,8 al 13,2 por ciento, a pesar de su volatilidad comentada anteriormente.<sup>7</sup>

Segundo, porque en 2012 se ha llevado a cabo una importante **reforma laboral**. Este cambio en la legislación laboral se está viendo complementando por el anuncio de otras reformas estructurales que, bien diseñadas e implementadas, también deberían reducir el desempleo. Las reformas estructurales (en el mercado de trabajo o en los mercados de bienes y servicios) que reducen el desempleo estructural tienen efectos similares a los de los ajustes fiscales, ya que ambos reducen el déficit estructural. En términos de los Gráficos 2 y 3, la reducción del desempleo estructural significaría moverse hacia la izquierda y hacia arriba, a lo largo de la recta con pendiente negativa que mide los efectos de los estabilizadores automáticos sobre el saldo presupuestario. Es por ello que, para garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas,

6: La sensibilidad del déficit al ciclo económico depende de la elasticidad de los ingresos a sus respectivas bases impositivas, y de éstas al ciclo económico (véase, Fedelino, Ivanova y Horton, 2009). Aun suponiendo que la elasticidad de los ingresos a las bases se mantenga constante, las bases impositivas pueden variar muy significativamente a lo largo del ciclo económico, como ha ocurrido en el caso de la economía española.

7: De esta caída de ingresos, menos de la mitad (1,9 puntos) puede explicarse por las medidas discrecionales adoptadas en 2008 (cheque de 400 euros, disminución del Impuesto de Sociedades, devoluciones de IVA, etc.). Véase Beynet et al (2011).

es tan importante **acompañar las medidas discrecionales de consolidación fiscal con reformas estructurales que disminuyan el desempleo estructural.**

Tercero, porque **bastantes de las medidas de ajuste fiscal que han tenido lugar en estos últimos años y, en particular, en 2012 pueden considerarse genuinamente estructurales,** lo que puede compensar el aumento del déficit asociado a una mayor tasa de paro estructural como la calculada más arriba.

Cuarto, dada la incertidumbre sobre los efectos negativos de los ajustes fiscales sobre la actividad económica (véase el debate sobre multiplicadores fiscales de Blanchard y Leigh, 2013, y Andrés y Doménech, 2013), **conviene ser prudentes y no realizar ajustes fiscales que puedan terminar siendo excesivos.** Según nuestros cálculos, la economía española necesitaría nuevos ajustes fiscales en los próximos años equivalentes entre dos y tres puntos del PIB, con la finalidad de alcanzar el equilibrio presupuestario al que obliga la nueva Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, mientras que con los cálculos de la Comisión el ajuste sería al menos dos veces mayor. Por eso, conviene ser cautos y no ir más allá en la adopción de medidas fiscales adicionales a esos tres puntos del PIB, porque pueden innecesariamente asfixiar el crecimiento, **al menos hasta que una mayor información permita estimar el déficit estructural con mayor precisión y menor incertidumbre.** En estas circunstancias, parece aconsejable seguir **un proceso de ajuste más gradual que permita consolidar los ajustes fiscales realizados en los últimos años,** para asegurar que tienen efectos permanentes sobre el déficit público. En este sentido, 2013 podría ser un año de transición en el que bastara con la aplicación de las medidas de ajuste fiscales ya en marcha, sin adoptar otras adicionales, y que se aprovechara para **avanzar en la calidad del ajuste fiscal.** Por ejemplo, con medidas más selectivas que permitan mejorar la eficiencia de las administraciones públicas y concentradas en partidas que tengan menores efectos a corto plazo sobre el crecimiento y el bienestar futuros.

Mientras tanto, hay que **perseverar en la aplicación de nuevas reformas estructurales,** así como **dar tiempo a que las que ya están en marcha vayan haciendo su trabajo.** Como resultado de estas reformas, **por cada punto de reducción del paro estructural reducimos el déficit estructural en 0,7 puntos,** es decir, nos ahorramos 7000 millones de euros en ajustes adicionales para cumplir con los objetivos fiscales a medio plazo.<sup>8</sup> En definitiva, a medio y largo plazo el incremento del crecimiento potencial, **la reducción del desempleo estructural y la consolidación fiscal son procesos que se refuerzan mutuamente entre sí.**

---

8: Este resultado se obtiene al movernos a lo largo de la recta con pendiente negativa del Gráfico 3 que une el saldo presupuestario estructural (-3%) con la previsión del corriente para 2012 (-7%).

## Referencias

- Andrés, J. y R. Doménech (2013): "Fiscal Adjustment and Economic Growth in Europe". *Economic Watch*. BBVA Research.
- Ball, L., D. Leigh y P. Loungani (2013): "Okun's Law: Fit at 50?" NBER Working Paper 18668.
- Beynet, P., A. Fuentes, R. Gillingham y R. Hagemann (2011): "Restoring Fiscal Sustainability in Spain", OECD Economics Department Working Papers, No. 850,
- Blanchard, O. y D. Leigh (2013): "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers". IMF Working Paper WP/13/1.
- Corrales, F., Doménech, R. and J. Varela (2002): "El Saldo Presupuestario Cíclico y Estructural de la Economía Española". *Hacienda Pública Española*, 1(3), 1-26.
- De la Fuente, A. (2012): "Series Enlazadas de los Principales Agregados Nacionales de la EPA, 1964-2009". Documento de Trabajo Número 12/21. BBVA Research.
- De Long, B. y L. H. Summers (2012): "Fiscal Policy in a Depressed Economy". *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring.
- Denis C., Grenouilleau D. McMorrow K. and W. Roeger (2006): "Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps - A Revised Production Function Approach". European Commission Economic Paper n. 247
- Doménech, R. y V. Gómez (2005): "Ciclo Económico y Desempleo Estructural en la Economía Española". *Investigaciones Económicas*, vol. XXIX (2), 259-288.
- Fedelino, A., A. Ivanova y M. Horton (2009): "Computing Cyclically Adjusted Balances and Automatic Stabilizers". Technical Notes and Manuals. FMI.
- Larch, M., y A. Turrini (2009): "The cyclically-adjusted Budget balance in EU fiscal policy making: A love at first sight turned into a mature relationship". Economic Papers 374. European Commission.
- Martinez-Mongay, C., L. A. Maza Lasierra y J. Yaniz Igal (2007): "Asset Booms and Tax Receipts: The case of Spain, 1995-2006. European Economy Economic Papers, Number 293.
- Staiger, D., J. H. Stock y M. W. Watson (1997): "How Precise Are Estimates of the Natural Rate of Unemployment?", en C. D. Romer and D. H. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*. University of Chicago Press, 195-246.

**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](http://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.