

# Observatorio Castilla y León

Octubre 2011  
Análisis Económico

- **La economía castellanoleonesa se encuentra inmersa en un proceso de ajuste profundo**, aunque muestra una mejor posición de partida relativa al resto de España.
- **La contribución de las comunidades autónomas al déficit público** hace imperativo mantener la vigilancia y compromisos en 2011.
- **Castilla y León debe implementar políticas de mejora de oportunidades laborales** que permitan competir en términos de atracción y mantenimiento de capital humano.

## Castilla y León: mayor impacto de la crisis pero crecimiento similar a la media

Los recientes episodios de incertidumbre global y los condicionantes que caracterizan el entorno internacional y español definen parcialmente la situación de la economía castellanoleonesa y limitan su crecimiento potencial futuro.

Desde una óptica global, las turbulencias que caracterizan el entorno internacional y las dudas sobre la fortaleza de la recuperación en los países de la UEM acotan el potencial de crecimiento del sector exterior regional, especialmente centrado en el sector del automóvil. La economía española, en concreto, afronta un importante proceso de consolidación fiscal en un entorno en el que se encarece la financiación en los mercados internacionales, con una tasa de paro elevada que merma inevitablemente la posible recuperación del consumo y con la necesidad de acometer un importante proceso de desapalancamiento por parte de los hogares y empresas españolas. Como consecuencia, la demanda doméstica continua mostrando su debilidad y permanecerá prácticamente estancada mientras persistan estos condicionantes, y el sector exterior se configura como el principal elemento de soporte.

Con todo ello, y tras experimentar en 2010 una mejor evolución que la media española, la economía castellanoleonesa afronta 2011 con una mejor posición relativa, debido principalmente a que los ajustes pendientes son menores que en el resto de España por los menores excesos cometidos durante la época de expansión. Con todo, el crecimiento a medio plazo podría ser menor que en otras regiones de España por los problemas estructurales que caracterizan la economía regional (envejecimiento de la población y retención del capital humano).

Las dificultades por las que pasan las economías europea y española en su conjunto condicionan el comportamiento de la economía castellanoleonesa que, además, comparte con su entorno una serie de rasgos que justifican las dificultades por las que actualmente está atravesando. En particular, las dificultades de financiación, que afectan a todos los niveles de las Administraciones Públicas y también al sector privado, vinculadas a sus elevados niveles de apalancamiento, y que condicionan tanto la capacidad de inversión de empresas y administraciones como la de inversión y consumo de las familias. La elevada tasa de paro, característica de la economía española que se observa también en prácticamente todas las regiones, y que supone un freno adicional a la demanda interna. Y las dificultades para reformar la economía de modo que se facilite la recuperación de tasas de crecimiento suficientes para resolver los problemas anteriores, lo que afecta, nuevamente, a prácticamente todos los niveles de gobierno. Todo ello conforma un escenario en el que las posibilidades para la economía española, a corto plazo, se depositan en un mantenimiento o recuperación de la demanda externa, cuya contribución positiva permita compensar la negativa ocasionada por los ajustes que está experimentando la economía española. Objetivo, por otra parte, que se estaría poniendo en duda en la actualidad, particularmente si la orientación exterior está dirigida a Europa o Estados Unidos, cuya actividad ha mostrado, en el segundo y tercer trimestres de 2011, síntomas de agotamiento en la incipiente recuperación iniciada a finales de 2010.

No obstante, aunque la mayoría de los choques experimentados en la crisis (incluyendo los actuales sobre la deuda soberana) son comunes, la situación de las economías regionales, su especialización productiva y de mercados exteriores, o factores más de largo plazo, como su pirámide poblacional o el papel del sector público en su actividad condicionan, tanto el impacto que ha tenido la crisis hasta ahora, como la capacidad de respuesta ante los desafíos actuales o de recuperación para lograr la salida de la crisis. Así, en este observatorio se analizan las ventajas y desventajas de las que parte la economía castellanoleonesa respecto al resto de España, y el impacto que este posicionamiento está teniendo sobre la situación actual, y que tendrá sobre el crecimiento de medio plazo.

## Los desequilibrios entre Comunidades Autónomas: la posición de Castilla y León

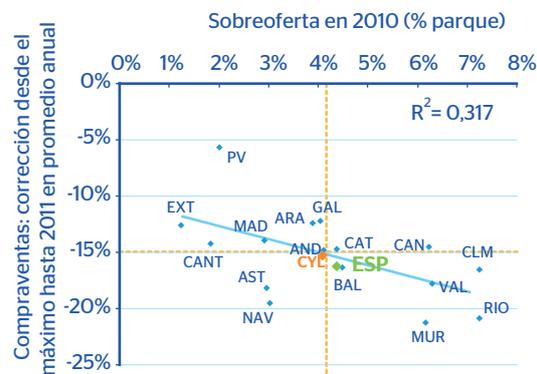
Atendiendo a los desequilibrios generados durante el periodo de expansión y a los que se han producido en el periodo de crisis, pero también a las posibilidades de recuperación en el momento en que el mundo desarrollado inicie la senda de crecimiento, hay seis factores que permiten conocer cual es la posición diferencial de cada una de las comunidades autónomas respecto de la media española. Estos elementos permiten detectar en qué medida aquellos

factores que actualmente afectan al conjunto de la economía nacional suponen una desventaja relativa, lo que ahondaría en el impacto inicial de la crisis, o inversamente, suponen una oportunidad para una salida más rápida por parte de la economía de Castilla y León.

En primer lugar, **el tamaño relativo del boom inmobiliario** define la mayor o menor dificultad para absorber la sobreoferta de viviendas. En Castilla y León, el boom inmobiliario durante la fase expansiva del ciclo fue similar al de la media española, lo que implica que la corrección necesaria en la oferta es similar. Hasta ahora se observa un ajuste parecido en cantidades en términos porcentuales, aunque en términos de precios la reducción está siendo, por el momento, algo más lenta. Como consecuencia, no se observa un problema diferencial en el ajuste de este sector.

Gráfico 1

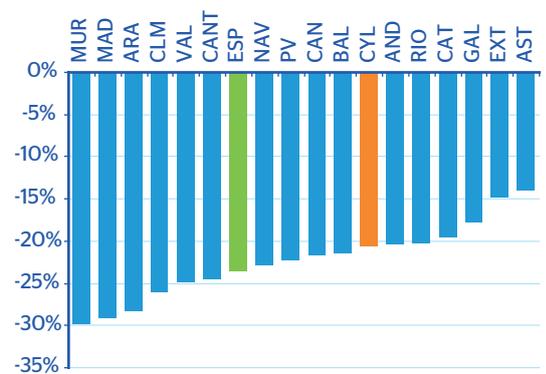
**Corrección del precio de la vivienda y sobreoferta**



\* Nota: Media móvil 12 meses hasta julio  
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 2

**Corrección del precio de la vivienda desde el máximo hasta 2T11**

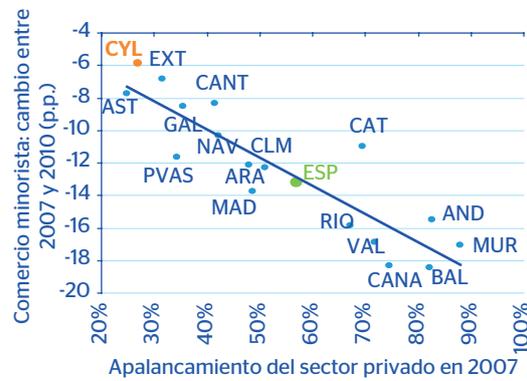


Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

En segundo lugar, otro factor explicativo de la heterogeneidad regional directamente relacionado con este menor desarrollo del mercado inmobiliario (aunque no únicamente), es el **apalancamiento del sector privado** en Castilla y León. Aquellas CCAA con menores necesidades de financiación, dado el elevado coste y las dificultades de acceso a la misma, cuentan con una ventaja relativa en relación al resto de regiones españolas, al menos en el corto plazo. Por el contrario, una mayor necesidad de acudir a los mercados para financiarse genera dificultades crecientes para la recuperación de la demanda interna. El endeudamiento de los agentes privados regionales se encuentra entre los más reducidos de todas las CCAA y, en máximos, se encontraba 30pp por debajo de la media nacional. Este menor endeudamiento relativo durante el periodo de expansión ha supuesto una menor necesidad de desapalancamiento de los agentes privados de la economía y, por tanto, un menor impacto comparativo sobre el consumo y la demanda interna como prueba la positiva evolución del comercio minorista en el segundo trimestre del año (+1,5% trimestral CVE). A pesar de esta positiva evolución, la necesidad de continuar avanzando en el proceso de desapalancamiento y el freno de la economía que se observa a partir del verano cuestionan la sostenibilidad de algunas tasas de crecimiento como la del consumo experimentada por la región en el segundo trimestre del año.

Gráfico 3

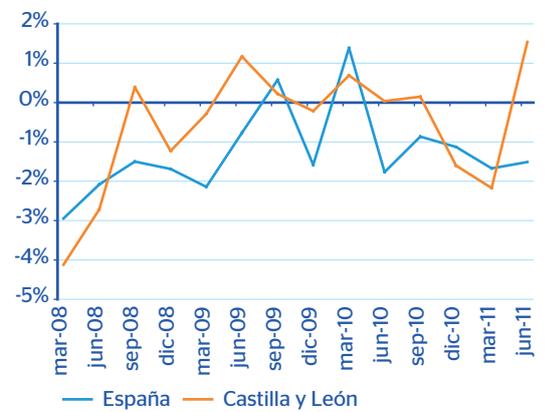
**Impacto del apalancamiento en el sector privado**



Fuente: INE, Banco de España y BBVA Research

Gráfico 4

**Índice comercio minorista (t/t, CVEC)**

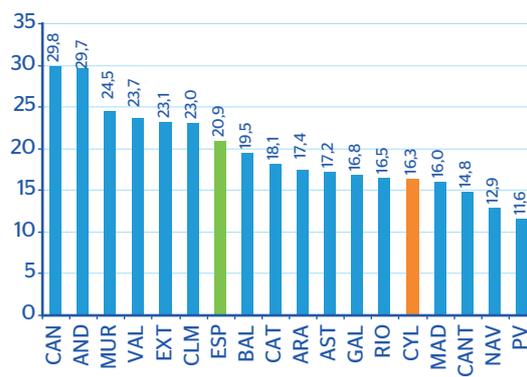


Fuente:

En tercer lugar, otro factor definitorio de la diferenciación regional entre CCAA es la **situación del mercado laboral**, primer determinante del consumo de los hogares. En los últimos 20 años, la tasa de paro de Castilla y León se ha situado sistemáticamente por debajo de la media española, y de acuerdo con los últimos datos, se sitúa 4,6 p.p. por debajo de la media española. Desde este punto de vista, por tanto, aunque el desempleo en Castilla y León es también un problema importante, no debe generar un diferencial de crecimiento negativo frente a la media de comportamiento de las distintas regiones, si no más bien al contrario. Esta ventaja viene explicada, al menos parcialmente, tanto por la especialización productiva regional como por la propia composición del mercado laboral. La mayor especialización industrial de Castilla y León y la menor dependencia de los servicios orientados al turismo, caracterizados por un componente estacional fuerte, generan una menor tasa de temporalidad en la región. Esta menor tasa de temporalidad, junto a un mercado laboral menos castigado que en la media nacional, ha favorecido un menor impacto de la crisis sobre la renta de las familias castellanoleonesas y ha redundado en un menor ajuste de la demanda interna regional.

Gráfico 5

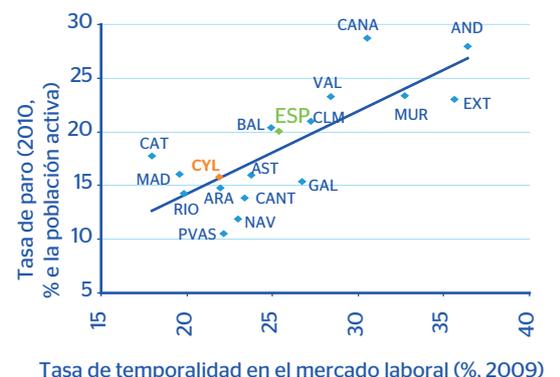
**Tasa de paro por CC.AA. (2T11, % población activa)**



Fuente: BBVA Research a partir INE

Gráfico 6

**Temporalidad y paro**



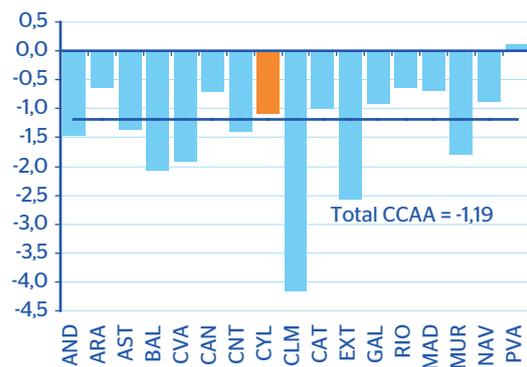
Fuente: INE y BBVA Research

El cuarto y quinto elemento explicatorios de la diferenciación regional provienen de la **situación fiscal de la CCAA y el endeudamiento público**, que se conjugan en la necesidad de realizar esfuerzos adicionales en el proceso de consolidación fiscal. En este sentido, la existencia de desviaciones en los objetivos de déficit por parte de las CCAA les ha obligado y les obligará a realizar ajustes adicionales en los presupuestos regionales con un impacto negativo tanto en el consumo y la inversión pública de manera directa, como a través del consumo privado al

reducirse las transferencias provenientes del Estado a otros sectores residentes de la comunidad. La posición inicial de Castilla y León en el 2ºT de 2011 es relativamente negativa en términos de déficit mientras que lo es en menor medida en relación a la deuda pública. A pesar de que la comunidad cerró el año 2010 con un déficit por debajo del objetivo de -2,4%, el déficit acumulado durante el primer semestre de 2011 se situó en el -1,1% (frente al -1,2% de España), con lo que existen ciertas dudas sobre la posibilidad de cumplir el objetivo de déficit de las CCAA, situado en el -1,3% del PIB, aunque el Gobierno regional ha informado de que tomará las medidas necesarias para cumplirlo.

Gráfico 7

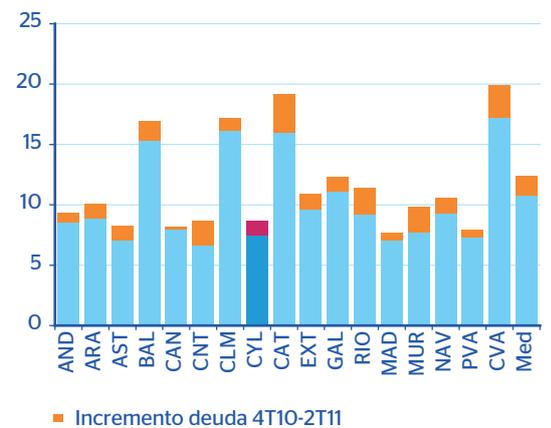
### CC.AA.: saldo no financiero acumulado hasta 2T11 (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 8

### CC.AA.: deuda viva a 2T11 (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Finalmente, como sexto y último elemento explicativo de las diferencias regionales existentes encontramos la **apertura exterior de las distintas CCAA**. En un entorno de contracción de la demanda interna, con una tasa de paro elevada y la necesidad de continuar con el desapalancamiento tanto del sector privado como del sector público español, la demanda externa continúa conformándose como el elemento de soporte de la economía. Así, la contribución del sector exterior al crecimiento económico será mayor en aquellas regiones más abiertas, más orientadas al comercio con los mercados emergentes (los países que más van a crecer en los próximos años) y con un saldo comercial más favorable.

Particularizando en la economía de Castilla y León, ésta se caracteriza por una menor apertura exterior que la media española, orientada hacia los países de la UEM, aunque cada vez menos, y concentrada en el sector automotriz.

Gráfico 9

### Apertura Exterior: Castilla y León y España (X+M)/PIB de bienes; %

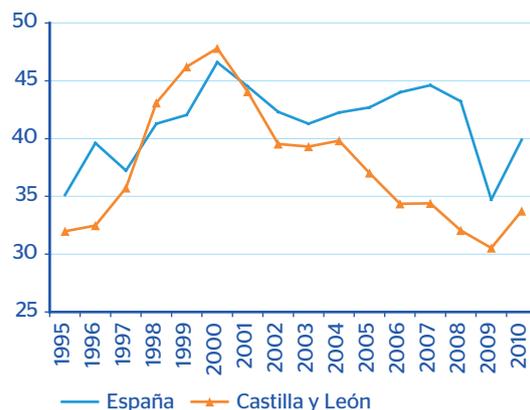
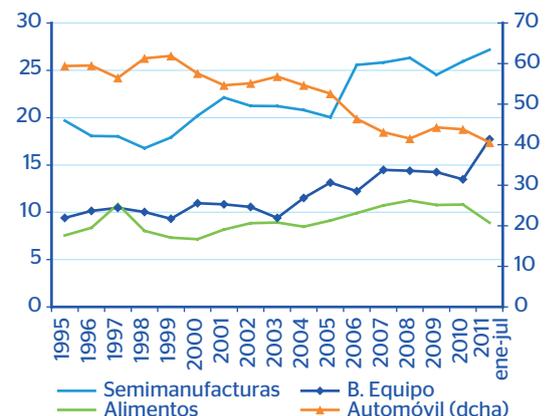


Gráfico 10

### Castilla y León: exportaciones de bienes por sectores



Fuente: Datacomex y BBVA Research

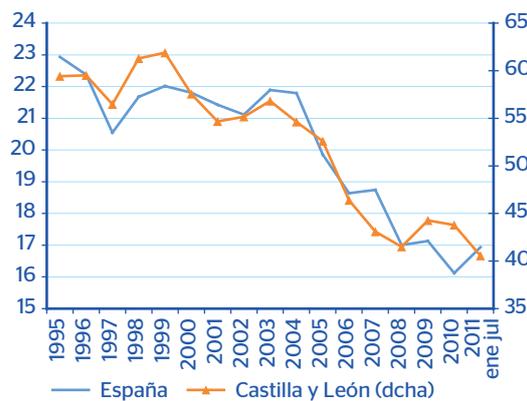
Fuente: Datacomex y BBVA Research

La economía castellanoleonesa se caracteriza por una menor apertura exterior que la media española, que se ha hecho patente de manera especial durante la última década, además de por una elevada concentración en el sector del automóvil. La CCAA de Castilla y León concentra cerca del 40% de sus exportaciones de bienes en el sector automotriz según los datos del primer semestre de 2011, más del doble que la media española. Sin embargo, en línea con la evolución de las exportaciones de bienes españolas, el sector del automóvil continúa perdiendo peso de manera acelerada, con especial intensidad durante la última década. Ésta pérdida de importancia relativa de las exportaciones de automóviles se debe a la diversificación que se ha observado, y fundamentalmente al crecimiento de las ventas de semimanufacturas, que han visto incrementado su peso entre las exportaciones regionales en 10pp durante la última década y a la potenciación de la producción de Bienes de Equipo.

A pesar de esta progresiva diversificación, las ventas de automóviles continúan siendo el principal soporte de un sector exportador que mantiene una situación de superávit a diferencia de la economía española. Así lo muestra una tasa de cobertura que se situó en el 117% con datos de cierre de 2010, incrementándose considerablemente durante los años de la presente crisis en más de 10 pp gracias fundamentalmente a la reducción de las importaciones, situándola en una posición ventajosa para aprovechar una eventual recuperación de los mercados europeos.

Gráfico 11

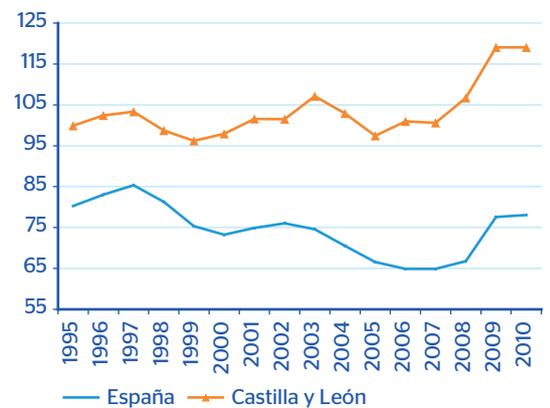
**Castilla y León y España: exportaciones de automóviles sobre el total (% del total)**



Fuente: Datacomex y BBVA Research

Gráfico 12

**Tasa de cobertura: Castilla y León y España (X/M de bienes; %)**



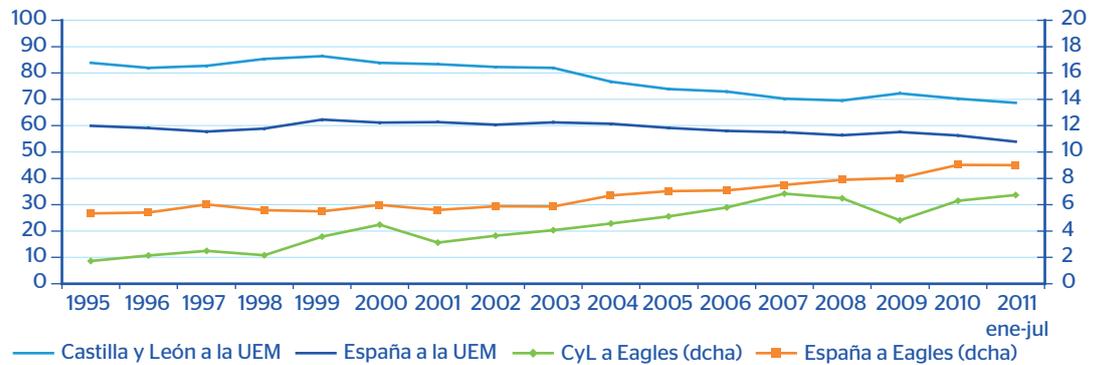
Fuente: Datacomex y BBVA Research

Sin embargo, las dudas sobre la recuperación de las economías europeas, podrían poner en tela de juicio esta posición ventajosa. En la actual coyuntura, aquellas CCAA con mayor propensión exportadora hacia las economías emergentes y, más concretamente hacia los EAGLES (aquellas que mayor crecimiento experimentarán en los próximos años), podrán aprovechar en mayor medida el tirón de la demanda interna en dichos países. En el caso de Castilla y León, la región concentra sus exportaciones de manera mayoritaria en la UE como destino final de sus bienes, mientras que a los países emergentes lo hace en menor medida que la media de España. Esto, como se ha afirmado, puede generar una menor capacidad de crecimiento en los próximos

trimestres que otras regiones, dado este entorno de incertidumbre que caracteriza la situación de las principales economías europeas.

Gráfico 13

Exportaciones de bienes a Eagles\* y UEM (%)



\* China, India, Indonesia, Corea del Sur, Taiwán, Brasil, México, Rusia, Turquía y Egipto  
Fuente: Datacomex y BBVA Research

En definitiva, aún con la ventaja relativa que supone el menor apalancamiento del sector privado, la posición global de la economía castellanoleonesa no muestra una posición diferencial frente a los factores que están afectando a corto plazo a la economía española. Por ello, el crecimiento esperado para la economía castellanoleonesa en el corto plazo debería moverse en torno a las previsiones centrales de la economía española.

Cuadro 1

Factores que condicionan las diferencias de crecimiento regional a corto plazo (2011)

	Exceso oferta vivienda	Deuda privada	Desempleo	Deuda CC.AA.	Consolidación pública	Apertura exterior
País Vasco	✓	✓	✓		✓	
Asturias		✓				
Cantabria	✓					
Madrid					✓	
Navarra			✓		✓	✓
Aragón						
La Rioja	X					X
Galicia						
<b>Castilla y León</b>		✓				
Baleares		X		X		✓
Cataluña				X		✓
Extremadura	✓				X	X
Canarias	X		X			✓
Murcia	X	X	X			
C. La Mancha	X			X	X	X
C. Valenciana		X		X		✓
Andalucía		X	X		X	X

Fuente: BBVA Research

Determinantes del crecimiento de Castilla y León en el medio plazo

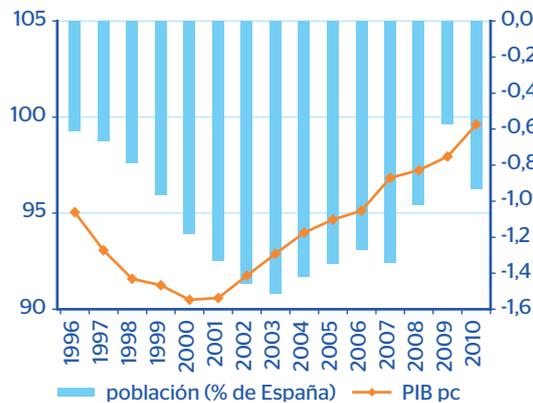
La recuperación económica de Castilla y León en el corto plazo viene determinada por la evolución de los factores anteriormente descritos, pero el crecimiento de la economía en el medio plazo pasa por continuar potenciando las características propias del sector exportador

castellanoleonés que permitirá continuar reduciendo el apalancamiento y definirá la capacidad de la economía para crecer de manera sólida en el futuro.

Dos aspectos que contribuyen a determinar el crecimiento potencial de una economía, y que en el caso de Castilla y León pueden ser determinantes para la convergencia en renta per cápita, son la evolución demográfica y el nivel educativo. Los datos de 2010 sitúan el PIB per cápita castellanoleonés en la media española tras un proceso de convergencia que ha llevado a la CCAA a reducir el diferencial con la media española hasta 10pp durante la última década. , en parte porque en esta comunidad no se dio con la misma intensidad el boom migratorio que posibilitó incrementos relevantes de la población. Como consecuencia, la pirámide de población muestra un mayor envejecimiento relativo. Este proceso de envejecimiento y salida neta de población resulta negativo para el futuro de la CCAA, disminuyendo el potencial de crecimiento al generar menores incentivos a la inversión empresarial y provoca una salida neta de capital humano formado hacia el exterior, con lo que supone un reto que se debe solucionar en el futuro.

Gráfico 14

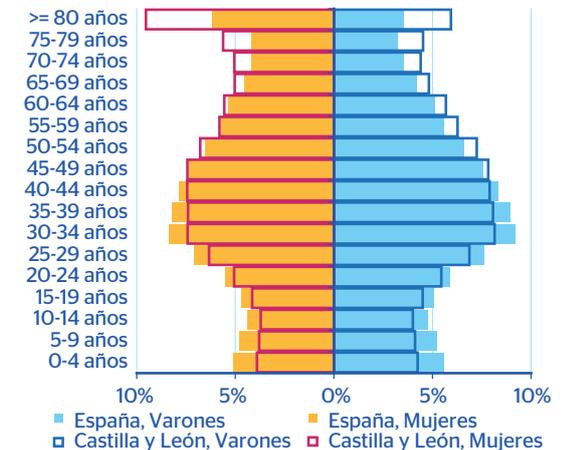
**Castilla y León: PIB pc (España=100%) y población (diferencial de crecimiento vs España; %)**



Fuente: INE, Á de la Fuente y BBVA Research

Gráfico 15

**Pirámide poblacional relativa: Castilla León y España (1 de enero de 2010)**



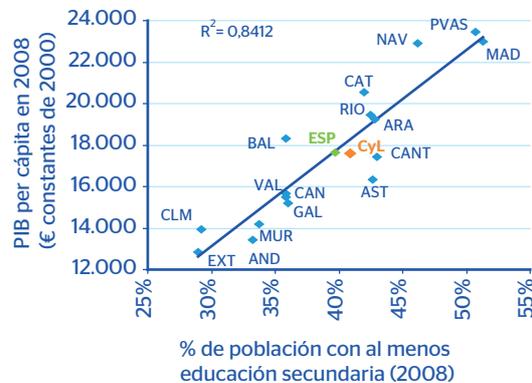
Fuente: INE y BBVA Research

Incluso con estos condicionantes demográficos, que dificultan el crecimiento potencial de la economía, Castilla y León se sitúa en una buena posición relativa en términos educativos, con un porcentaje de población con al menos educación secundaria que supera a la media nacional, lo que posibilitaría el mantenimiento de un PIB por encima de la media nacional. El esfuerzo educativo en Castilla y León está siendo importante pero deberá continuar<sup>1</sup> con políticas de mejora de oportunidades laborales que permitan competir a la región en términos de atracción de capital humano.

Otro de los elementos que pueden favorecer el incremento del PIB per cápita a medio y largo plazo es el esfuerzo en I+D. Las dificultades para competir con los tres principales focos de investigación en España explican, al menos en parte, el diferencial de PIB per cápita con CCAA como Madrid, Cataluña o el País Vasco. Por ello, una mejora en las políticas orientadas a favorecer la I+D+i redundará en una mejora del nivel de bienestar de largo plazo. Pero la proximidad de algunas provincias de Castilla y León a algunos de estos tres focos de I+D supone la posibilidad de aprovechar los efectos de arrastre derivados de este tipo de inversiones. Así, de acuerdo a algunas estimaciones de BBVA Research, el efecto de *spillover* de la I+D en España podría alcanzar los 500 Km. lo que, junto a la mejora de infraestructuras como la llegada del tren de alta velocidad a Valladolid podrían haber incrementado estos rendimientos para Castilla y León. Por todo ello, la mejora de las políticas de innovación en el ámbito privado debería ser un objetivo prioritario.

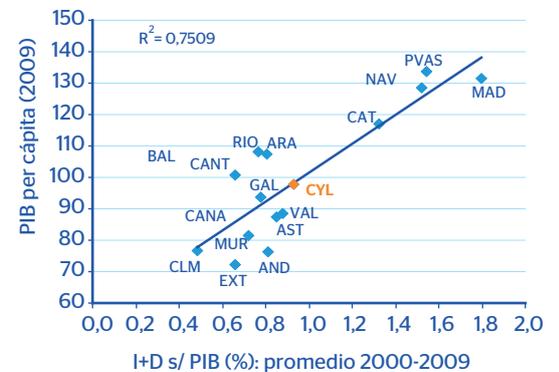
<sup>1</sup>: Ver *Catalunya en la dinàmica dels nivells educatius regionals Situació Catalunya juliol 2002*.

Gráfico 16  
**Educación y PIB per cápita**



Fuente: INE, Á de la Fuente y BBVA Research

Gráfico 17  
**Investigación y Desarrollo y PIB per cápita**



Fuente: INE y BBVA Research

En definitiva, a medio plazo el crecimiento de Castilla y León podría verse limitado por algunos condicionantes demográficos. Además, los retos comunes que deben ser afrontados también en Castilla y León (reducción del nivel de apalancamiento público y privado, absorción de los desajustes del mercado inmobiliario, reforma del mercado laboral, mejora del sistema educativo e internacionalización de la economía) son condicionantes básicos para lograr recuperar crecimientos como los experimentados en el pasado, por lo que la actuación en estos campos desde todos los frentes de gobierno continúa siendo perentoria.

### Perspectivas para la economía de Castilla y León a corto plazo: comportamiento en línea con el agregado nacional

Los factores diferenciales de la economía castellanoleonesa sitúan a la CCAA en una posición relativamente ventajosa a corto plazo en relación a otras regiones españolas. Esta posición ventajosa, se concretó en un crecimiento del PIB de Castilla y León del 0,8% en el año 2010 según el INE (frente al -0,1% de España) y permitió mantener un comportamiento diferencial positivo en la región en el primer semestre de 2011.

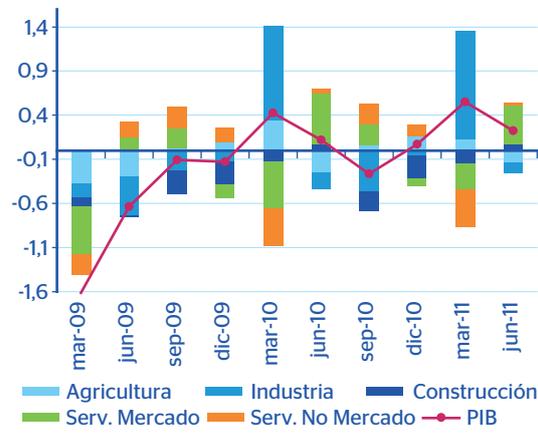
Así, según los datos del Instituto de Estadística de la Junta, la CCAA de Castilla y León, tras crecer en el primer trimestre 2 décimas más que la media nacional (0,6% t/t), en el segundo trimestre habría vuelto a crecer un 0,2% t/t, en línea con el conjunto de España. Detrás de este buen comportamiento del segundo trimestre del año se situó la aportación de los Servicios de Mercado, que compensaron el estancamiento de la industria tras el buen dato del primer trimestre de 2011. Sin embargo, esto último junto a las dudas generadas sobre la recuperación de los países europeos, principal socio comercial de Castilla y León, podría limitar la capacidad de crecimiento de la economía regional durante el segundo semestre del año, especialmente en el mercado del automóvil, cuyas exportaciones suponen de manera directa cerca del 8% del PIB regional (datos de 2010).

En definitiva, de confirmarse este escenario de menor crecimiento para el segundo semestre del año, la economía castellanoleonesa podría cerrar el año 2011 con un crecimiento del PIB en línea

con el experimentado por el conjunto de España.

Gráfico 18

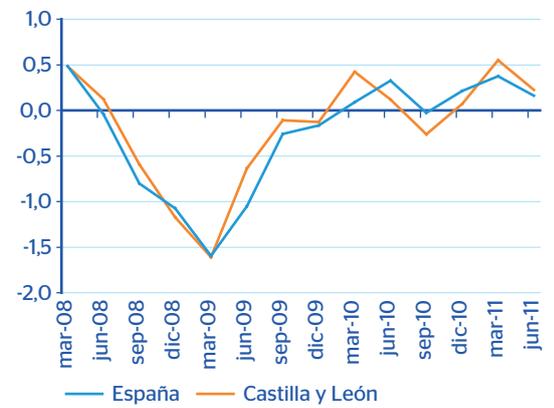
### Castilla y León: contribuciones al crecimiento (t/t; %)



Fuente: Instituto de Estadística de Castilla y León y BBVA Research

Gráfico 19

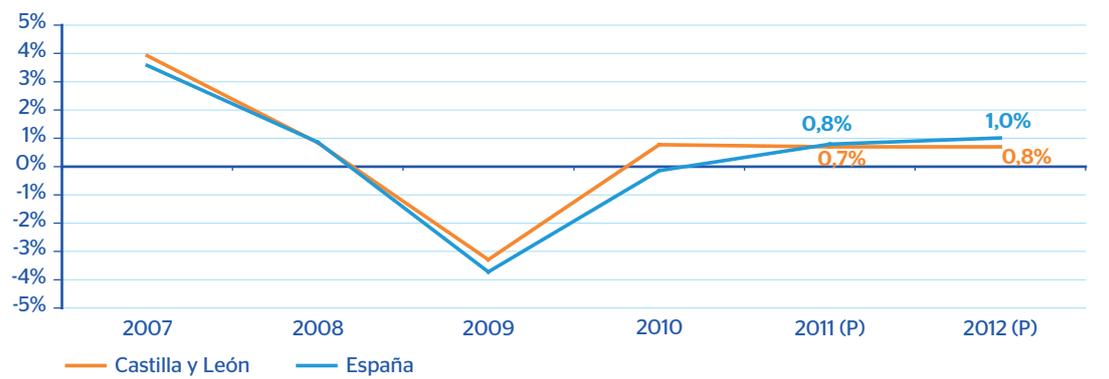
### Castilla y León y España: crecimiento del PIB (t/t; CVE; %)



Fuente: Instituto de Estadística de Castilla y León y BBVA Research

Gráfico 20

### Crecimiento del PIB (a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

**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 O182.**

## BBVA Research España:

Economista Jefe  
**Miguel Cardoso**  
+34 91 374 39 61  
miguel.cardoso@bbva.com

**Joseba Barandiaran**  
+34 94 487 67 39  
joseba.barandia@bbva.com

**Mónica Correa**  
+34 91 374 64 01  
monica.correa@bbva.com

**Juan Ramón García**  
+34 91 374 33 39  
juanramon.g@bbva.com

**Félix Lores**  
+34 91 374 01 82  
felix.lores@bbva.com

**Antonio Marín**  
antonio.marin.campos@grupobbva.com  
+34 648 60 05 96

**Leticia Riva**  
leticia.riva@bbva.com  
+34 91 374 62 66

**Miguel Pérez**  
+34 91 374 75 28  
m.perezvillaseca@bbva.com

**Virginia Pou**  
+34 91 537 77 23  
virginia.pou@bbva.com

**Pep Ruiz**  
+34 91 537 55 67  
ruiz.aguirre@bbva.com

**Camilo Andrés Ulloa**  
+34 91 537 84 73  
camiloandres.ulloa@bbva.com

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economías Emergentes:*  
**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
China

India  
**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe  
Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:*  
**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:*  
**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*  
**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

## Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**  
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com