

# Observatorio Económico

## España

Madrid, 11 de octubre de 2011  
Análisis Económico

Unidad de España

### 3T11: estancamiento con sesgos a la baja

- **La información conocida del tercer trimestre de 2011 anticipa que la economía española habría permanecido estancada**  
De consolidarse las tendencias observadas en los indicadores disponibles a la fecha de cierre de este Observatorio, el crecimiento intertrimestral en 3T11 se situaría entre el 0,0% y el 0,1%, por debajo de lo observado en los trimestres inmediatamente anteriores. Especialmente preocupante es el grado de persistencia de la destrucción de empleo.
- **Los indicadores de consumo e inversión continúan reflejando la debilidad de la recuperación de la demanda doméstica privada**  
La tendencia se corresponde con unos fundamentales que continúan débiles y que no modifican las expectativas sobre una recuperación lenta de la demanda interna. Las perspectivas pueden verse afectadas negativamente por el clima de incertidumbre sobre el crecimiento internacional y las mayores tensiones financieras, particularmente en Europa. La incertidumbre sobre la política fiscal y el proceso de reducción del déficit público continúan marcando la evolución de algunos sectores.
- **Las exportaciones, aunque presentan una desaceleración desde niveles relativamente elevados, se mantienen como apoyo al crecimiento**  
Aunque la desaceleración podría ser temporal, un crecimiento menor del esperado en los países desarrollados, la caída de las confianzas de consumidores y empresas en estos países y el incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales han aumentado los riesgos a la baja.
- **El ritmo de consolidación del déficit público al segundo trimestre no es consistente con el objetivo de fin de año**  
Aunque en el escenario más probable el Estado cumplirá su compromiso, la ejecución de las comunidades autónomas y de la Seguridad Social hace poco probable que, en ausencia de medidas adicionales, se cumpla el objetivo del -6% del PIB para el conjunto de las administraciones públicas.

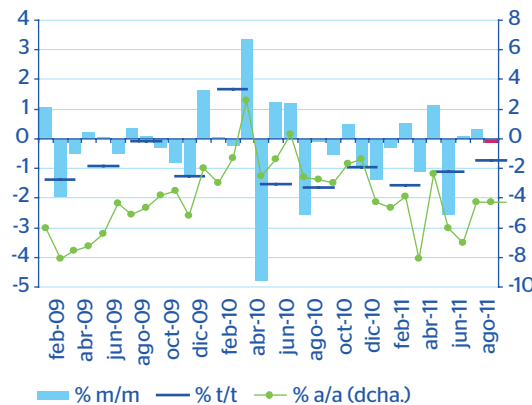
### El gasto en consumo sigue sin mostrar una clara tendencia de mejora

Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes y el efecto calendario (cvec), la caída de las ventas reales de productos alimenticios provocó que la facturación del comercio minorista apenas variase en agosto (0,1% m/m, -4,3% a/a) a pesar de la evolución favorable de la demanda de bienes duraderos. El dato, en línea con lo previsto, sugiere una ralentización del deterioro del comercio al por menor en 3T11, que continuará contribuyendo negativamente al crecimiento del consumo de los hogares, aunque previsiblemente en menor medida que en los dos trimestres precedentes.

Tampoco la demanda de turismos sugiere un comportamiento positivo del consumo en 3T11. El dato de septiembre (2,9% m/m cvec) fue insuficiente para compensar la evolución negativa de julio y agosto, por lo que el tercer trimestre se cerró con una caída del 6,0% t/t cvec. El comportamiento desfavorable de la demanda de particulares continuó condicionando la evolución de las ventas el pasado mes. Si bien las matriculaciones de empresas y compañías alquiladoras aumentaron en septiembre con respecto al mismo mes del año anterior (un 15,6% y un 26,6%, respectivamente), las de particulares continuaron disminuyendo, en esta ocasión un 12,3% a/a. Esta evolución divergente provocó una reducción del peso del canal particular en el total de ventas hasta el 54,5% desde el 56,6% de agosto.

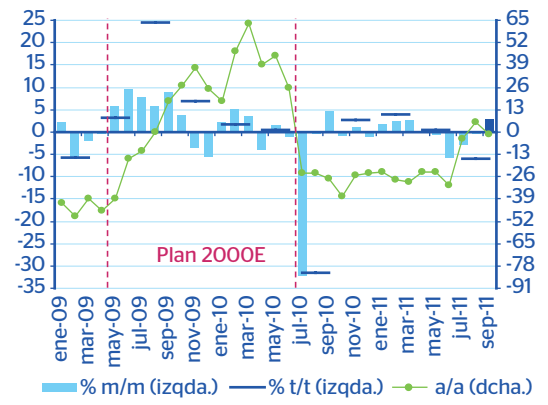
Respecto al índice de confianza de los consumidores, todos sus componentes volvieron a retroceder durante el mes de septiembre, con la excepción de las expectativas de ahorro, que aumentaron 5,1 puntos con respecto a agosto. Por orden de magnitud, las perspectivas de los consumidores sobre el desempleo en los próximos doce meses experimentaron el mayor deterioro (2,5 puntos), seguidas por el empeoramiento de las expectativas sobre la situación económica general y la situación financiera (-1,7 y -0,9 puntos, respectivamente). En promedio, la confianza del consumidor se mantuvo estable durante el tercer trimestre del año.

Gráfico 1  
**España: comercio al por menor (precios constantes. Datos CVEC)\***



\* CVEC: datos corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario. Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

Gráfico 2  
**España: matriculaciones de turismos (Datos CVEC)\***



\* CVEC: datos corregidos de variaciones estacionales y de efecto calendario. Fuente: BBVA Research a partir de INE

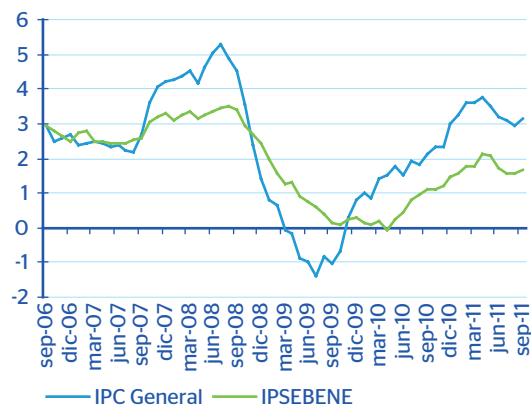
### La inversión en vivienda no exhibe signos de mejora después del ajuste de principios de año

Después de tres meses de pequeños crecimientos intermensuales de las ventas de viviendas (cvec), en agosto las compraventas retrocedieron un 6,3% m/m cvec, lo que mantiene el nivel de operaciones en mínimos, por debajo de las 30 mil mensuales. Por el lado de la oferta, el buen dato de visados del mes de junio (20,1% m/m cvec) no pudo consolidarse debido a la recaída de julio (-13,1% m/m cvec), por lo que es posible que el número total de visados en el conjunto del año apenas sobrepase los 80 mil.

## La inflación continúa con su senda descendente como consecuencia, principalmente, de la moderación en el precio de los carburantes

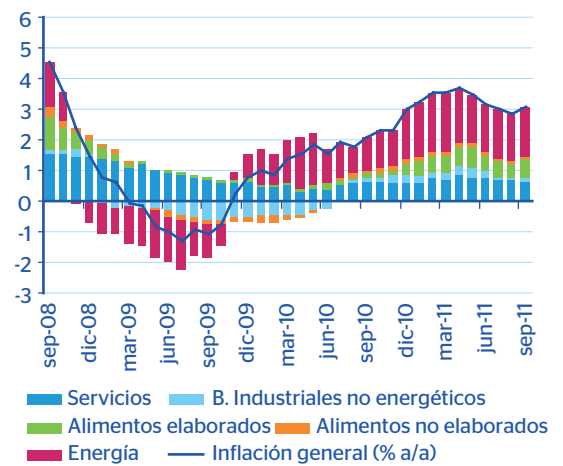
En línea con lo esperado, la inflación general se desaceleró en agosto (3,0% a/a) y repuntó marginalmente en septiembre (3,1% a/a). En ambos casos ha sido fundamental el comportamiento de los precios de los alimentos y del componente energético (a la baja) y de factores que se consideran puntuales (al alza), tales como la fuerte corrección al alza del precio del tabaco. La inflación en el resto de los componentes evoluciona en línea con nuestras expectativas. Por tanto, aunque continúa la incertidumbre asociada a la evolución de los precios de las materias primas, los datos de agosto y septiembre confirman que durante los próximos meses continuará la tendencia de desaceleración de la inflación en un contexto de acusada debilidad de la demanda doméstica.

Gráfico 3  
**España: inflación (tasa de variación interanual)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4  
**España: contribuciones al crecimiento de la inflación general**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Las nuevas estimaciones de Contabilidad Nacional indican que el ajuste nominal de la economía ha sido más intenso de lo que apuntaban los datos previamente publicados

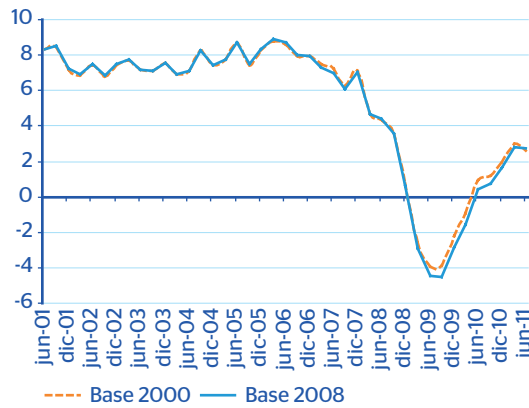
En 2009, el PIB nominal retrocedió un 3,67% (Base 2008) frente a la estimación previa del 3,15% (Base 2000), mientras que en 2010 el crecimiento nominal fue del 0,32%, 0,5pp menos que lo previamente publicado. El impacto (dirección y magnitud) de esta revisión sobre las perspectivas de crecimiento es todavía incierto en la medida en que se desconoce si los cambios afectan de forma más intensa a los datos en volumen o a los deflatores. En cualquier caso, el PIB en acumulado 12 meses al segundo trimestre de 2011 es poco más de un 1% menor con el nuevo año base que con el anterior (2000), lo que implicaría un efecto marginal sobre los ratios de referencia.

## Las necesidades de financiación de la economía española con el exterior en 2T11 se situaron en el 3,5% del PIB en el acumulado anual

Las necesidades de financiación de la economía española al cierre del segundo trimestre de 2011 experimentaron un ligero ajuste, hasta situarse, en acumulado anual, en el 3,5% del PIB, 0,5pp menos que en el 1T11. Estas necesidades son resultado de un ahorro nacional que se mantuvo en torno al 18,6% del PIB y una tasa de inversión que se redujo desde el 23,1% del 1T11 hasta el 22,7%. En particular, el incremento de la capacidad de financiación de las empresas fue el principal responsable de la corrección del total de las necesidades de financiación españolas. Estas incrementaron su capacidad de financiación hasta el 1,5% del PIB, en acumulado anual, debido a que su tasa de ahorro continuó aumentando (0,7pp hasta el 12,8% del PIB en 2T11), al tiempo

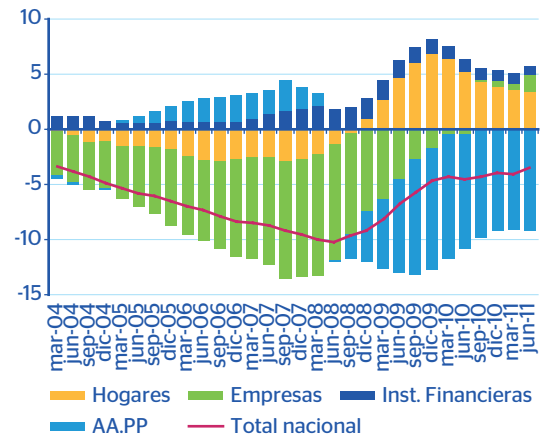
que su inversión se mantuvo en torno al 12,7% del PIB. En el caso de los hogares, su capacidad de financiación a 2T11, en acumulado de los últimos doce meses, se situó en el 5,2% de su renta disponible, frente al 5,4% registrado en el trimestre anterior. Esta disminución de dos décimas se explica porque la tasa de ahorro de las familias siguió disminuyendo a un ritmo mayor que la inversión, situándose actualmente en el 12,8% y el 8,6% de su RBD, respectivamente.

Gráfico 5  
**España: PIB a precios corrientes (% a/a, datos brutos)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6  
**España: Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación por agentes institucionales (en porcentaje del PIB. Acumulado 4T)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

### La nueva base 2008 ha supuesto una mayor revisión en el ahorro y la inversión de hogares y empresas

Los datos de las CNFSI referidos a la nueva base 2008 han tenido un efecto reducido sobre la estimación de las necesidades de financiación del conjunto de la economía, aunque mayor sobre el ahorro e inversión de hogares y empresas. El ahorro de los hogares presenta una corrección a la baja menor de la que se venía observando con la base anterior, como consecuencia de una mayor revisión del consumo en términos nominales que de la renta de los hogares. Adicionalmente, su tasa de inversión muestra una menor caída en términos nominales que con la anterior metodología. Por su parte, la tasa de inversión de las empresas se ha revisado a la baja, manteniendo relativamente su ahorro. En resumen, mientras que en el caso de los hogares, la capacidad de financiación no cambia significativamente, en el caso de las empresas mejora. En ambos casos, las implicaciones de cara al futuro dependerán de qué tanto de los cambios pueda explicarse por variación en precios y qué tanto sea una variación en volumen, ya que sólo se han dado a conocer los datos nominales.

### Sigue sin observarse una intensificación en el ajuste del saldo de las administraciones públicas, que presentaron en el 2T11 un déficit acumulado anual del 9,2% del PIB

El ajuste de la inversión pública, de 0,4pp respecto al 3,9% del PIB acumulado al 4T10, no ha sido suficiente para compensar el deterioro del ahorro público a lo largo del primer semestre del año, con lo que, en acumulado anual, la necesidad de financiación de las administraciones públicas se ha mantenido estable, en torno al 9,2% del PIB. En particular, los datos del déficit de las comunidades autónomas, del 2T11 ponen de manifiesto que continúa habiendo una desviación significativa del ritmo de consolidación necesario para cumplir con el objetivo de este año (-1,3% del PIB). Aunque efectivamente comienza a observarse una disminución en el gasto (-3,5% a/a), el déficit durante el segundo trimestre de 2011 fue dos décimas del PIB mayor que el registrado durante el mismo período en 2010, cuando el objetivo de final de año era del -2,4% del PIB. Hacia

delante, las medidas adoptadas por el Gobierno para disminuir el gasto farmacéutico deberían mostrar algún alivio, pero dados los anuncios públicos de varias comunidades. de que no cumplirán las metas de fin de año, es muy probable que el déficit público termine claramente por encima del 6% del PIB en ausencia de medidas adicionales.

### **La deuda pública acumula un crecimiento de 5,1pp del PIB hasta situarse en el 65,2% a cierre del 2T11**

La mayor parte de este incremento tiene origen en la administración central que, con 3,5pp más que el registrado a cierre de 2010, ha situado su nivel de deuda en el 49,8% del PIB. Por su parte, tanto comunidades autónomas como corporaciones locales han incrementado su endeudamiento (en 1,6 y 0,2pp, respectivamente) hasta situarse en el 12,4% y el 3,5% del PIB.

El crecimiento de la deuda de la administración central sigue situándose por encima del déficit del 2,1% del PIB, lo que puede indicar que ha aprovechado para proveerse de liquidez. Por su parte, el incremento de la deuda del conjunto de comunidades autónomas ha estado en línea con el déficit alcanzado en el 2T11 (1,2% del PIB).

Pese a que el crecimiento de la deuda ha sido generalizado, el comportamiento entre comunidades vuelve a ser heterogéneo. Cataluña, Comunidad Valenciana, La Rioja, Murcia y Cantabria son las comunidades que más han incrementado su deuda, muy por encima del déficit acumulado al 2T11. Mientras, Canarias, Comunidad de Madrid y País Vasco son las que menos han aumentado su endeudamiento, en línea con el déficit registrado. Como resultado, Comunidad Valenciana, Cataluña, Castilla-La Mancha y Baleares siguen siendo las comunidades con un mayor endeudamiento relativo,

Analizando la evolución por instrumentos, los préstamos siguen creciendo por encima de la emisión de valores. Sin embargo, las emisiones de Cataluña y de la Comunidad Valenciana realizadas en el segundo trimestre del año han moderado el recurso al crédito.

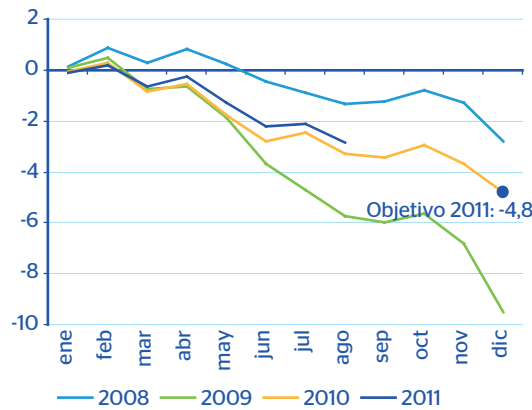
### **El Estado mantiene el ritmo de consolidación consistente con su objetivo de fin de año**

El déficit del Estado acumulado a agosto de 2011 se situó en el 2,8% del PIB, 0,45pp menos que el déficit registrado en el mismo periodo de 2010. Esta cifra es el resultado de un ajuste del gasto generalizado a prácticamente todas las partidas, si bien dicho ajuste se concentra, nuevamente, en el gasto de inversión (con una caída de casi el 25% respecto al mismo periodo de 2010) y en las transferencias corrientes entre administraciones públicas, que presentan un descenso del 23,5%, debido a la disminución de las transferencias a las comunidades autónomas como consecuencia de las menores entregas a cuenta del sistema de financiación. Mientras, se modera la disminución de la remuneración de asalariados y los consumos intermedios (-1,6% y -5,9%, respectivamente).

Por su parte, los ingresos acumulados siguen registrando un descenso de más del 16% respecto a agosto del año anterior, afectados por la plena aplicación del nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común, que implica un importante descenso de los ingresos tributarios por el incremento del porcentaje de cesión a las mismas. Los datos de agosto mantienen la senda esperada de ajuste del déficit, aumentando las probabilidades de cumplimiento del objetivo del -4,8% fijado para el Estado; si bien, la ralentización del crecimiento de los ingresos hace más necesaria la contención del gasto.

Gráfico 7

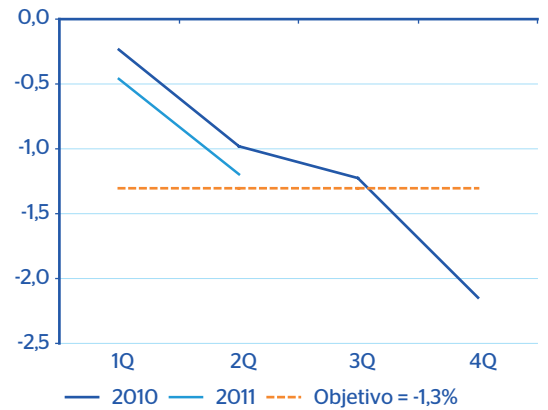
**Administración Central: saldo no financiero (Acumulado anual, en porcentaje del PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 8

**CC.AA.: saldo no financiero % PIB**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

**Las exportaciones auguran que continuará la aportación positiva de la demanda externa al crecimiento**

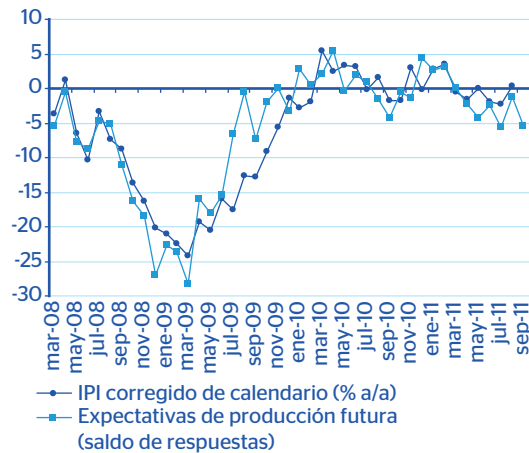
Los datos de la balanza comercial correspondientes al mes de julio mostraron una reducción sustancial del déficit en el acumulado a 12 meses. En particular, se incrementó el ritmo de ajuste del saldo deficitario de la balanza no energética que, en esta ocasión, vino acompañado por la práctica estabilización del saldo deficitario energético. Corregida la estacionalidad propia del periodo, la tasa de crecimiento intermensual de las exportaciones volvió a terreno positivo (5,4% m/m cvec) debido, por un lado, al fuerte crecimiento de la partida de bienes de capital (9,6% m/m cvec) y, por otro, al notable incremento del sector de bienes intermedios (6,1% m/m cvec). A su vez, las importaciones de bienes continuaron registrando una tasa de crecimiento intermensual negativo (-1,8% m/m cvec).

**Los indicadores adelantados de la confianza en el sector industrial apuntan a un nuevo deterioro de la actividad en los próximos meses**

Tras el marcado deterioro de los dos meses precedentes, la producción industrial evolucionó al alza en agosto (1,7% m/m cvec). Sin embargo, el indicador de expectativas de producción futura - que exhibe una alta correlación con el crecimiento interanual del IPI- registró un retroceso de 4,2 puntos en septiembre. En el caso de la confianza industrial se observó un retroceso de 2,1 puntos hasta los -16,0 puntos, que igualmente sitúa la confianza del sector por debajo de su media histórica (-9,0 puntos) aunque por encima de los valores atípicos observados entre agosto de 2008 y enero de 2010. En esta misma línea, los PMIs tanto de las manufacturas como de los servicios continuaron mostrando señales negativas en el mes de septiembre.

Gráfico 9

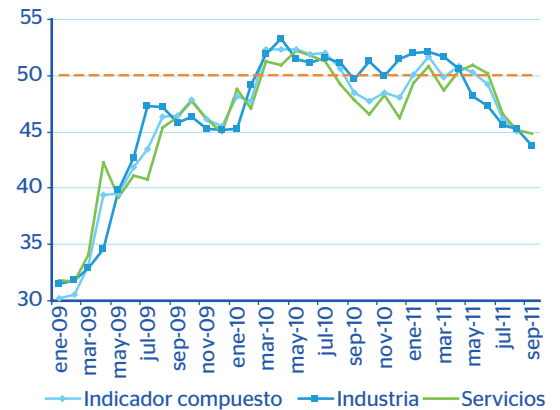
### España: confianza y producción industrial



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Comisión Europea

Gráfico 10

### España: PMIs (datos CVE). Un valor superior a 50 indica expansión



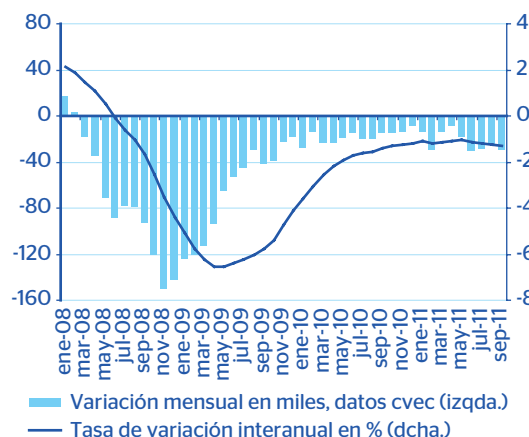
Fuente: BBVA Research a partir de Markit Economics

## Los registros de septiembre indican una estabilización en el ritmo de destrucción de empleo que no es positiva

El deterioro del mercado laboral en septiembre confirma la ralentización de la economía en el 3T11. En particular se estima una caída del empleo de 29 mil personas y un aumento del paro registrado de 54 mil cuando se corrigen las cifras de la estacionalidad propia del mes. Los datos cvec señalan que todos los sectores no agrarios evolucionaron desfavorablemente: mientras que la construcción continuó destruyendo en torno a los 20 mil puestos de trabajo mensuales, la industria y los servicios fueron incapaces de incrementar la ocupación, aportando conjuntamente al desempleo en torno a las 10 mil personas. En el conjunto del 3T11, la afiliación disminuyó un -0,5% t/t cvec mientras que el desempleo creció un 1,7% t/t cvec.

Gráfico 11

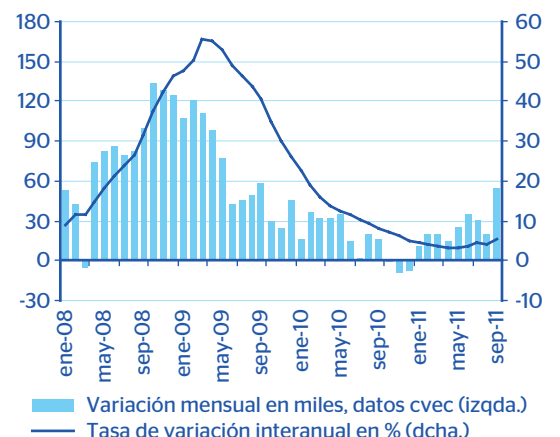
### España: afiliación media a la Seguridad Social



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 12

### España: desempleo registrado

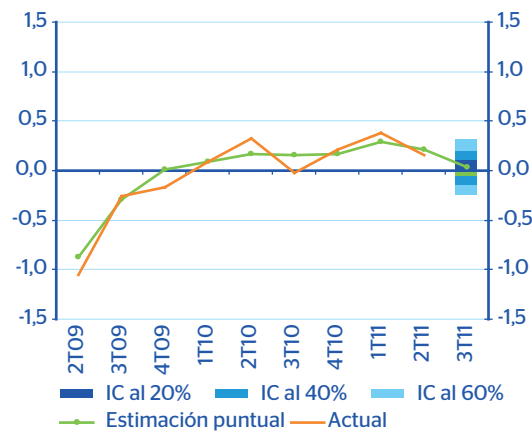


Fuente: BBVA Research a partir de SPEE

### El crecimiento del tercer trimestre de 2011 está siendo menor que el del primer semestre del año

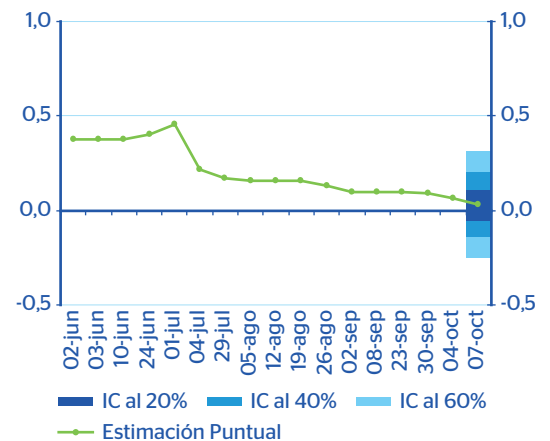
En síntesis, con cerca del 88% de la información referente al tercer trimestre de 2011, la previsión en tiempo real del crecimiento del PIB para ese trimestre se sitúa entre el 0 y el 0,1% t/t según el modelo MICA-BBVA elaborado por BBVA Research, en línea con el crecimiento proyectado en nuestro escenario central (+0,1% t/t) y ligeramente por debajo del crecimiento observado en los dos últimos trimestres. Con esta previsión de crecimiento para el tercer trimestre aumenta la probabilidad de que pueda producirse una contracción económica en el cuarto trimestre. Como señalamos en la última publicación de nuestra revista trimestral Situación España de principios de agosto<sup>1</sup>, la recuperación de la economía continúa siendo excesivamente débil e incapaz de evitar una contracción del empleo. En todo caso, nuestra previsión de crecimiento es consistente con el escenario central que elaboramos desde BBVA Research en el que esperamos un avance del PIB alrededor del 0,8% para el conjunto de 2011<sup>2</sup>.

Gráfico 13  
**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)**



Previsión actual: 7 de octubre de 2011  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 14  
**España: previsiones de crecimiento del PIB para 3T11 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (% t/t)**



Fuente: BBVA Research

1: Disponible en: [http://www.bbva.com/KETD/ketd/Descargas?pais=ESPA&canal=web&tipocontenido=AFON&idioma=ESP&pdf=/fbin/mult/1105\\_Situacionespana\\_tcm346-256519.pdf&ididoc=es&tipopublicacion=Situacion\\_Espana&tematica=/MACR/RVSE/](http://www.bbva.com/KETD/ketd/Descargas?pais=ESPA&canal=web&tipocontenido=AFON&idioma=ESP&pdf=/fbin/mult/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf&ididoc=es&tipopublicacion=Situacion_Espana&tematica=/MACR/RVSE/)

2: Conviene recordar que a partir del mes de noviembre, coincidiendo con la publicación de la CNTR para el 3T11, la Contabilidad Nacional de España cambiará su base metodológica para adoptar el año 2008 como nueva base. Como consecuencia, las series históricas podrían ser susceptibles de cambios estadísticos significativos que podrían repercutir en nuestras proyecciones a lo largo de todo el horizonte de previsión.



**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.

**BBVA Research España:**

Economista Jefe

**Miguel Cardoso**

+34 91 374 39 61

miguel.cardoso@bbva.com

**Mónica Correa**

+34 91 374 64 01

monica.correa@bbva.com

**Juan Ramón García**

+34 91 374 33 39

juanramon.gl@bbva.com

**Félix Lores**

+34 91 374 01 82

felix.lores@bbva.com

**Antonio Marín**

antonio.marin.campos@grupobbva.com

+34 91 374 62 66

**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

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**

scastillo@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