

Observatorio Baleares

Mayo 2012
Análisis Económico

- **Tras un buen año turístico en 2011**, el diferencial de crecimiento de Baleares se reduce.
- **La transformación del sector turístico**, una de las bases sobre las que apoyar la modernización de la economía.
- **La estabilidad presupuestaria** en 2012 será crucial para recuperar la confianza.
- **La mejora del capital humano**, el reto básico al que se enfrenta Baleares a medio y largo plazo.

Islas Baleares: buen comportamiento del turismo en 2011, pero la ventaja se reduce

La economía balear experimentó, en 2011 un choque positivo que favoreció un comportamiento distinto al del resto de regiones españolas. Efectivamente, la primavera árabe redujo el papel de los competidores en el mercado turístico europeo, facilitando una fuerte recuperación de la afluencia de turismo extranjero, que dio lugar a que en el conjunto del año esta economía experimentara un crecimiento del 1,8% de acuerdo con las cifras publicadas por la Contabilidad Regional del Instituto Nacional de Estadística (INE). Ello supone más que doblar el crecimiento del conjunto de España, que en 2011 se situó en el 0,7%.

Aunque los efectos de la primavera árabe sobre los competidores se mantienen en 2012, y los elevados precios del petróleo favorecen a los desplazamientos cortos frente a los transoceánicos, en este año el impacto de dicho choque positivo estaría reduciéndose. Así, se espera que la economía balear experimente una caída del PIB en 2012 (-0,4%) afectada tanto por la recesión que se observa en los mercados de origen del turismo (doméstico y extranjero), como por los desequilibrios internos de su economía.

Más a medio plazo, y ante la perspectiva de que los mercados competidores vuelvan a recuperarse de forma paulatina, los desequilibrios internos derivados de la crisis, y los problemas estructurales que debe afrontar esta economía condicionarán su capacidad de crecimiento. La necesidad de cambios relevantes en la estructura y la eficiencia productiva, por tanto, se erigen en claves para el mantenimiento del nivel de bienestar del que han disfrutado las Islas Baleares en las últimas décadas, habida cuenta de la velocidad a la que ha ido convergiendo el PIB per cápita con la media española, partiendo de cifras muy superiores.

En este observatorio, por tanto, se analizan diversos aspectos de la economía balear: en primer lugar, la evolución coyuntural de esta economía a lo largo del año anterior y la posible evolución en el próximo año y medio. Para ello, además, se presenta un modelo realizado desde BBVA Research para poder llevar a cabo un seguimiento temprano de esta economía. Dicho modelo tiene en cuenta no solamente variables estadísticas referentes a la propia economía, sino también otras en las que se capta el comportamiento térmico de los principales mercados de origen de turistas relevantes para la economía balear. En segundo lugar, se analizan los condicionantes de la evolución de la actividad, y la posición relativa de los mismos frente a la media española. Finalmente, se hace un análisis de los factores estructurales que condicionan el crecimiento a medio plazo, a través de la descomposición del PIB per capita.

2011: mejora por la hostelería y el comercio

En 2011, la economía balear experimentó un crecimiento del 1,8%. No obstante, dicho crecimiento no fue homogéneo para el conjunto de la economía, sino que solamente las ramas de los servicios experimentaron un crecimiento positivo (ver cuadro 1). Por ejemplo, la construcción, con un peso que todavía se sitúa en el 10% del PIB, detrajo 6 décimas al crecimiento, lo que, por otra parte, no se encuentra lejos de lo que sucede en el conjunto de España, dada la crisis que azota al sector inmobiliario.

Más preocupante, no obstante, es el análisis que se obtiene del comportamiento de las distintas ramas del sector servicios. Entre estas, la división de comercio, reparaciones y hostelería (que supone en conjunto un 34% del PIB balear) mostró un fuerte crecimiento, aportando 2,2 puntos porcentuales al PIB, pero dando lugar a arrastres modestos sobre el resto de las divisiones de servicios.

Cuadro 1

Crecimiento del PIB de Baleares en 2011.

	Crecimiento en 2011 (%)	Peso en el PIB de 2011 (%)	Contribución al crecimiento en 2011 (p.p)
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	-3,2	0,8	0,0
Industria	-0,4	7,6	0,0
De la que: Industria manufacturera	-1,5	3,9	-0,1
Construcción	-6,0	10,7	-0,6
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos de motor y motocicletas; transporte y almacenamiento; hostelería	6,4	34,3	2,2
Información y comunicaciones	-2,8	2,3	-0,1
Actividades financieras y de seguros	1,0	3,2	0,0
Actividades inmobiliarias	0,8	8,9	0,1
Actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades administrativas y servicios auxiliares	1,8	6,5	0,1
Administración pública y defensa; seguridad social obligatoria; educación; actividades sanitarias y de servicios sociales	0,6	14,5	0,1
Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento; reparación de artículos de uso doméstico y otros servicios	-2,0	3,2	-0,1
Valor añadido bruto total	1,7	91,9	1,5
Impuestos netos sobre los productos	2,8	8,1	0,2
PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS DE MERCADO	1,8	100,0	

Fuente: BBVA Research a partir de INE, Contabilidad Regional

La concentración de este crecimiento en una única rama, la más vinculada con el turismo, sirve para explicar el crecimiento experimentado en 2011, pero también los riesgos a los que se enfrenta la economía balear tanto a corto como a medio plazo.

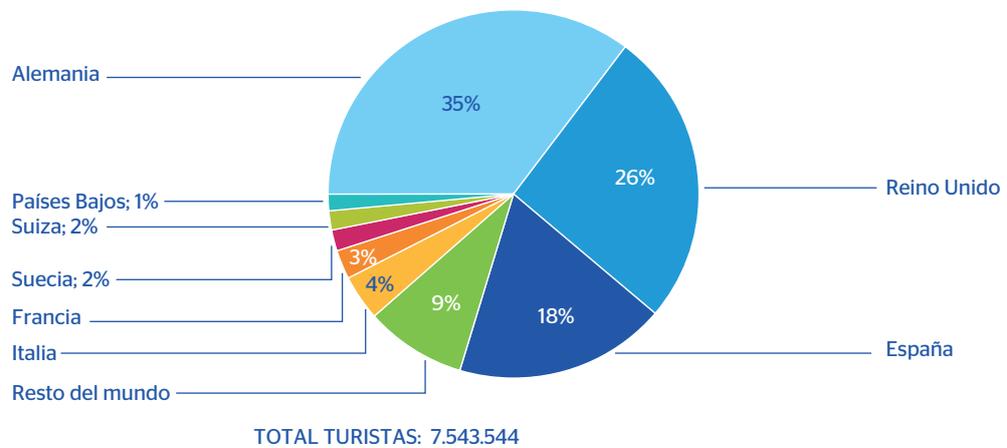
La afluencia turística, factor diferencial en 2011

La especial orientación del sector turístico balear, con un mayor peso de los mercados exteriores, es lo que explica el comportamiento diferencial de esta economía en 2011. Como se puede observar en el cuadro 2, en 2011 la positiva evolución del turismo estuvo dominada por la afluencia de extranjeros, frente a una clara atonía del mercado de residentes en España, que se vio limitado por las dificultades que experimenta la demanda interna. En este contexto, las visitas de extranjeros mostraron un mayor crecimiento que las de residentes, y se concentraron en aquellos mercados ya orientados hacia ellos. Así, tanto Baleares como Canarias, con un fuerte peso del turismo exterior se vieron claramente beneficiadas, pero también Cataluña, principal receptora de turismo extranjero en el mercado nacional.

El empeoramiento de la situación económica en el cuarto trimestre de 2011, que ha llevado a la recesión a algunos de los principales países europeos (Reino Unido, Italia, Francia y España, aunque no Alemania) está dando lugar a un cambio de comportamiento de los flujos turísticos en el primer trimestre de 2012. Ello no se traduce, por ahora, en cifras interanuales negativas de comportamiento para el conjunto de España, dado que todo parece indicar que el turismo urbano (especialmente en las grandes metrópolis, Barcelona y Madrid) habría resistido aún con nota, pero sí para los destinos menos vinculados con el turismo de negocios. Así, tanto Baleares como Canarias (pero especialmente las islas mediterráneas) muestran una caída de la entrada de extranjeros en el primer trimestre del año, tras los resultados especialmente positivos observados a lo largo de 2011. Nótese, no obstante, que estas cifras se refieren a la temporada baja de Baleares, por lo que su efecto en el conjunto del turismo puede ser menor, y que se han visto parcialmente compensadas por la

mayor afluencia de residentes en España. Si bien estos resultados son relativamente relevantes en el caso de Canarias, la fortísima estacionalidad del turismo en Baleares (ver gráfico 2) da lugar a que el impacto de estos cambios en la temporada baja puedan no ser relevantes para el conjunto del año, que aún en un escenario de relativa contención frente a 2011, podría dar lugar todavía a una buena campaña turística en términos de afluencia. De hecho, incluso con las dificultades inducidas por el clima (mediterráneo, frente al subtropical de Canarias) la estacionalidad parece ser uno de los factores a corregir en el caso del turismo balear (ver gráficos 2 y 3), dado que el 67% de las entradas se concentran en sólo 4 meses (de junio a septiembre) mientras que sólo un 7% de los visitantes acuden en el periodo invernal (de noviembre a marzo). La necesidad de complementar la oferta con actividades distintas de la playa, por tanto, parece patente.

Gráfico 1
Baleares: entrada de turistas según país de procedencia (2010)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

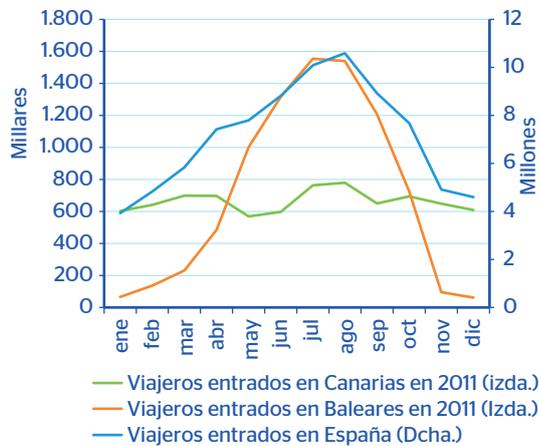
Cuadro 2
Entradas de viajeros en el Territorio

	Baleares	Canarias	Cataluña	España
Crecimiento en 2011 (a/a,%)				
Total	11,6	12,1	5,1	4,3
Residentes en España	1,3	-4,5	-2,2	-1,1
Extranjeros	14,0	20,3	10,5	11,3
Crecimiento en el 1º trimestre de 2012 (a/a,%)				
Total	-0,8	-1,9	2,0	0,1
Residentes en España	8,2	-6,9	-0,1	-1,1
Extranjeros	-7,3	-0,5	3,8	2,0
Peso en 2011				
Extranjeros	83,2	72,0	60,3	46,4
Residentes en España	16,8	28,0	39,7	53,6

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2

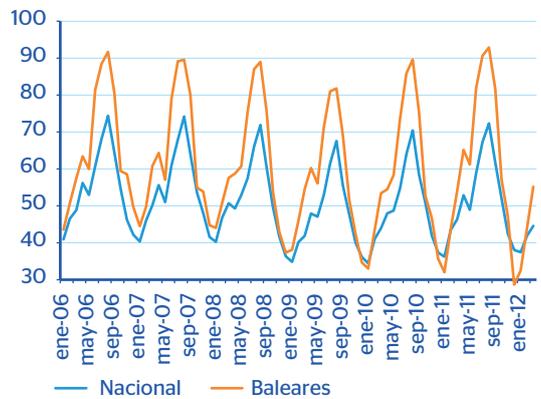
Viajeros entrados en Baleares, Canarias y España



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3

Grado de ocupación hotelera



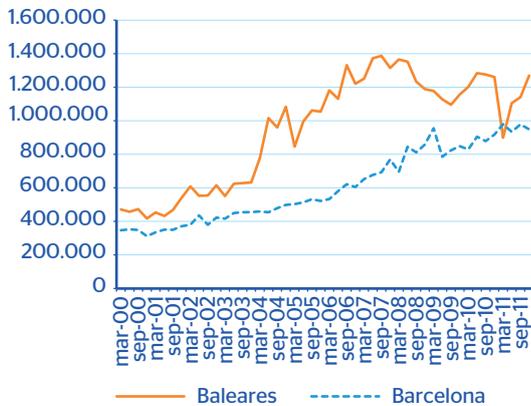
Fuente: INE

El turismo de cruceros continúa avanzando

La cuestión de la afluencia de los turistas a hoteles, además, se ve afectada por otro aspecto que, aunque no se traslada a pernoctaciones de los mismos, sí favorece el gasto de los no residentes en el territorio. La transformación del Mediterráneo en un destino de cruceros marítimos ha supuesto un impulso relevante para la entrada de turistas (aunque no para las pernoctaciones) que ha transformado la oferta de servicios en algunos puertos. Los datos del Ministerio de Fomento (en los que se pueden obtener los pasajeros del tráfico marítimo) no permiten distinguir el tráfico de cabotaje del de cruceros, y por tanto, muestran resultados que, a priori, pueden parecer contradictorios, con una oscilación muy superior en Baleares y, específicamente, con caídas en 2010 y 2011 (ver Gráfico 4). Pero parte de esta evolución viene condicionada por la reducción de la frecuencia de traslados entre la península y las islas. No obstante, la información que ofrece la autoridad portuaria de Baleares sí permite distinguir a los pasajeros de cruceros turísticos. De acuerdo con esta estadística, Palma recibió 1,43 millones de cruceristas en 2011, un 6% más que en 2010, en una tónica positiva que, desde 2006, sólo se rompió en 2009.

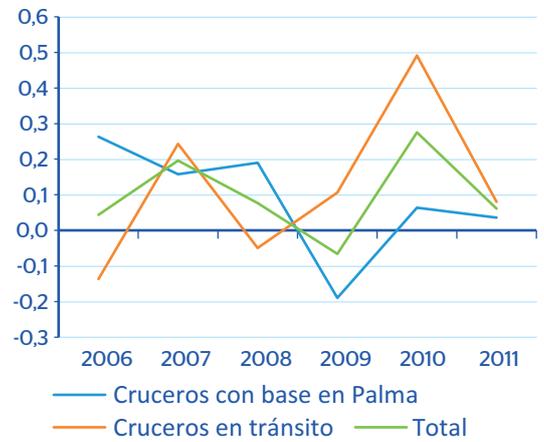
Los cruceristas, por tanto, suponen una cifra relevante ya en el número de turistas, si se considera que las entradas de viajeros en hoteles en Baleares alcanzaron los 8,4 millones de personas, y las entradas de extranjeros en las islas, 10,1 millones de personas. De los cruceristas, el 59% eran pasajeros en cruceros en tránsito (cruceros con base en otro puerto), cifra que contrasta con 41% en 2008. La consideración de puerto base o no en una ruta de cruceros es relevante, ya que en el puerto de salida los cruceristas normalmente realizan más gastos.

Gráfico 4
Tráficos de pasajeros embarcados en puertos (personas por trimestre, CVE)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 5
Pasajeros en cruceros turísticos en el puerto de Palma (a/a, %)

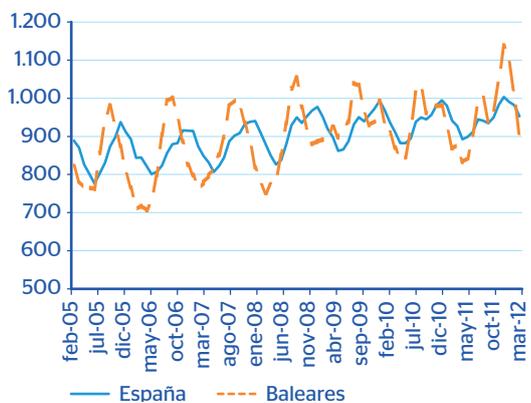


Fuente: Autoridad portuaria de Baleares

Pese a la caída del turismo extranjero, el gasto continúa creciendo en 2012

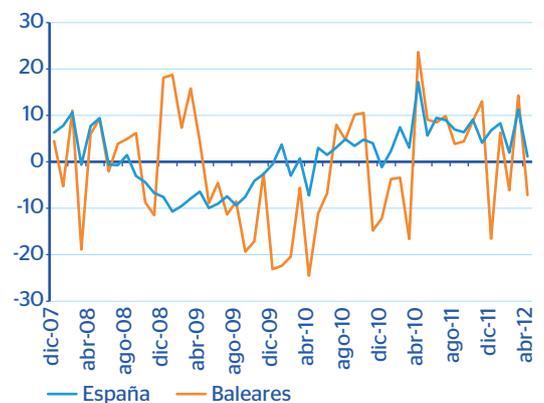
Pese a que el comportamiento de las entradas de turistas fue satisfactorio durante 2011, la variable relevante para conocer el impacto en la economía balear es el gasto total, que se deriva no solamente del número de turistas en cada periodo, sino también del gasto que estos realizan durante su estancia. En este sentido, los resultados son positivos por tres aspectos: en primer lugar, aunque en abril los datos fueron peores, el gasto medio de los turistas extranjeros en Baleares durante la campaña de invierno ha sido elevado según las estadísticas publicadas por Frontur, con crecimientos interanuales superiores al 15% en el primer trimestre de 2012 (ver Gráfico 6). En segundo lugar este crecimiento se produce en un contexto de dificultades para la economía europea (y de caída de las entradas de extranjeros), lo que puede significar que, cuando menos temporalmente, se observa un cambio en el perfil del turista hacia uno de más poder adquisitivo; y en tercer lugar, este aumento del gasto medio permite más que compensar la caída de los visitantes, manteniendo las tasas de crecimiento del gasto en niveles similares a los anteriores.

Gráfico 6
Gasto medio por turista extranjero según destino principal (mm³, €)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 7
Baleares y España: gasto total de los turistas extranjeros (a/a, %, CVE)



Fuente: Frontur

Parece difícil pensar que esta tónica observada en el primer trimestre (de incremento del gasto medio) se mantenga en el futuro, habida cuenta de las perspectivas para la economía europea y de las dificultades por las que está pasando la economía española. Además, la progresiva normalización de la situación en el Magreb y la competencia mostrada por otros mercados del Mediterráneo (Turquía, Croacia, o la propia Grecia) además de la de otras regiones españolas puede hacer que la entrada de visitantes no vuelva a experimentar ritmos de crecimiento similares a los del año pasado. Con todo, algunas noticias positivas contribuyen a que, nuevamente, el turismo pueda todavía experimentar una contribución positiva al crecimiento de Baleares. Además del comportamiento de los cruceros, y de la superación del efecto causado por el hundimiento del Costa Concordia el pasado 14 de enero, los trabajos para la construcción de la nueva terminal de cruceros en el puerto de Palma y la implantación de una base logística de la compañía Ryanair en el aeropuerto, abriendo líneas nuevas, pueden facilitar el mantenimiento del turismo.

La ventaja de 2011 se reduce en 2012

Las cifras positivas de 2011 en lo referente al comportamiento económico en general, y al turismo en particular, han supuesto un relativo balón de oxígeno para la economía balear. No obstante, los problemas a los que se enfrenta esta economía siguen latentes y continuarán lastrando su crecimiento. Las reformas, por tanto, deben considerarse como un deber ineludible, que faciliten que, una vez finalice el choque transitorio del que se está beneficiando el turismo por la incertidumbre del Magreb, la economía balear no continúe con la progresiva pérdida de posiciones que ha experimentado en los últimos quince años.

Este reto es elevado, ya que si bien Baleares parte con la ventaja de disponer de un PIB per cápita más elevado que la media española, esta ventaja se ha reducido de forma muy relevante y continuada. A continuación, por tanto, se analiza la posición de Baleares en cada uno de los aspectos que están condicionando el comportamiento de la economía durante la crisis.

En la opinión de BBVA Research, y como ya ha sido expresado en las distintas publicaciones realizadas por este servicio de estudios, diversos factores contribuyen a explicar por qué la crisis de los últimos años parece cebarse más en unas regiones que en otras. Parte de estos factores diferenciales se gestaron durante el periodo de expansión: el *boom* inmobiliario, la menor tasa de ahorro de los hogares y, como consecuencia, elevados niveles de apalancamiento del sector privado. Otros, en cambio, son consecuencias directamente atribuibles a la crisis, como la elevada tasa de paro, o el deterioro de la situación de las cuentas autonómicas y locales. El ajuste de estas variables tendrá especiales consecuencias en el corto y medio plazo, dadas las limitaciones para la demanda interna que se derivan de estos problemas, y el consiguiente arrastre sobre el sector privado. Finalmente, algunos de ellos son de corte más estructural, como la especialización sectorial, el grado de apertura de la economía, las dotaciones de capital humano e infraestructuras, la estructura del mercado laboral o incluso el nivel de renta relativa. Todos estos factores condicionan en mayor o menor medida, dependiendo de la magnitud del desequilibrio y de la relevancia de los mismos en cada economía, la heterogeneidad en el crecimiento regional a lo largo de la crisis y, especialmente, la que podría continuar en próximos trimestres.

Desequilibrios de la economía balear: frenos al crecimiento

El resumen de los desequilibrios a los que se enfrenta cada una de las economías regionales puede encontrarse en el Cuadro 3. En este cuadro se ofrece, para cada uno de los indicadores que reflejan los desequilibrios anteriormente expresados, las diferencias respecto a la media española.

El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

Cuadro 3
Mapa de indicadores de riesgo por Comunidades Autónomas

	MAD	PVAS	NAV	ARA	CANT	AST	RIO	GAL	CYL	CAT	BAL	CANA	MUR	EXT	AND	CLM	VAL
Indicador sintético de corto plazo	0,9	0,9	1,2	1,3	1,2	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	2,0
Exceso de oferta en vivienda	1	1	1	2	1	1	3	2	2	2	2	2	2	0	2	2	2
Ajuste en el precio de la vivienda desde máximos	1	3	2	0	2	2	1	2	2	1	2	2	2	3	1	2	2
Diversificación sectorial exterior	2	2	3	3	1	1	1	2	3	2	1	1	1	2	1	1	2
Apalancamiento en el sector privado	1	1	2	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2
Tasa de desempleo	1	0	1	1	1	2	2	1	1	2	2	3	2	2	3	2	2
Deuda autonómica (% PIB)	1	1	2	2	1	1	2	2	1	3	2	1	2	2	1	3	3
PIB per cápita relativo	0	0	0	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2
Apertura comercial (bienes y turismo)	2	1	0	2	2	2	2	1	2	1	1	1	1	3	2	2	2
Tasa de ahorro de los hogares	2	1	0	1	1	2	1	2	2	2	3	3	2	1	2	1	2
Índice de libertad económica	0	1	1	2	2	2	1	2	1	2	1	1	2	3	3	2	2
Capital humano	0	0	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	3	2	3	2
I+D / PIB	0	0	0	2	2	2	2	2	2	1	3	2	2	2	2	2	2
Infraestructuras / PET	2	1	1	1	1	1	2	2	1	2	3	2	3	2	3	2	2
Indicador sintético de largo plazo	0,4	0,4	0,6	1,1	1,2	1,3	1,3	1,9	1,1	1,3	2,3	1,7	2,3	2,4	2,0	2,0	2,0

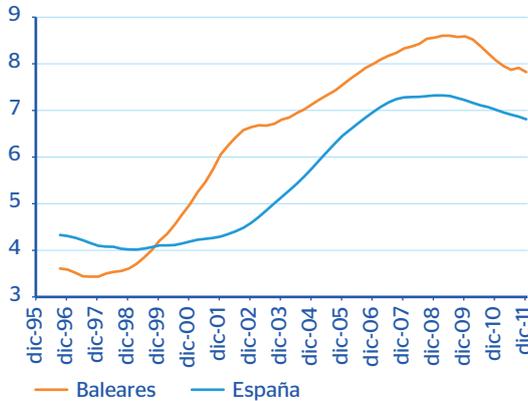
(*) Un valor mayor (o un color más claro) indican un mayor nivel de riesgo. 3 señala que el valor se encuentra por encima de 1,5 desviaciones típicas frente a la media española. 2 y 1 señalan que el valor se encuentran entre 0 y 0,75 desviaciones típicas por encima o por debajo de la media española. 0 implica que el valor de la variable se encuentra más de 1,5 desviaciones típicas por debajo de la media española. Para el PIB per cápita relativo, la apertura comercial y la tasa de ahorro los valores están invertidos. Los indicadores globales se computan por promedio de los indicadores parciales.
Fuente: BBVA Research

Mayor sobre oferta de vivienda, sin más rapidez en el ajuste del sector

El primer aspecto analizado en el cuadro, y el referente mayor que comúnmente se utiliza para explicar la crisis, es el comportamiento del sector inmobiliario. Este sector, que se convirtió en el motor principal de la heterogeneidad regional en el periodo de expansión, es también el que tiene más efectos de arrastre durante la crisis. Como consecuencia de las moratorias urbanísticas a mitad de la década anterior, del elevado precio de la vivienda y de la fuerte ocupación del territorio, Baleares no experimentó el *boom* inmobiliario con la misma crudeza que otras zonas turísticas (en cantidad), aunque sí de un modo similar a la media nacional. Así, el esfuerzo para acceder a una vivienda se elevó muy por encima de la media nacional (ver Gráfico 8) pero la sobre oferta se mantuvo en un nivel similar a la media española (ya de por sí elevada). La velocidad del ajuste, por su parte, también muestra un comportamiento similar.

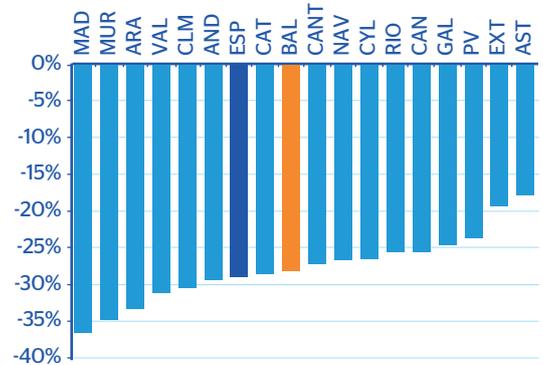
¿Qué justifica este comportamiento diferencial frente a otras zonas turísticas? Baleares experimentó el *boom* inmobiliario con anterioridad a otras zonas, lo que se tradujo en un fuerte crecimiento de los precios entre finales de los años noventa y principios de la década pasada. A partir de ahí, los costes de la vivienda la convertían en difícilmente accesible para una parte de la demanda (dando lugar a empeoramientos ya más lentos en la accesibilidad). Además, a mediados de la década pasada se impuso una moratoria urbanística, que frenó el desarrollo inmobiliario en algunas de las áreas que hubieran tenido más demanda, dando lugar a un exceso de vivienda que, aún siendo considerable, fue en todo relativamente menor que en otras zonas con peso relevante de la segunda residencia.

Gráfico 8
Número de años necesarios para pagar una vivienda con la renta salarial



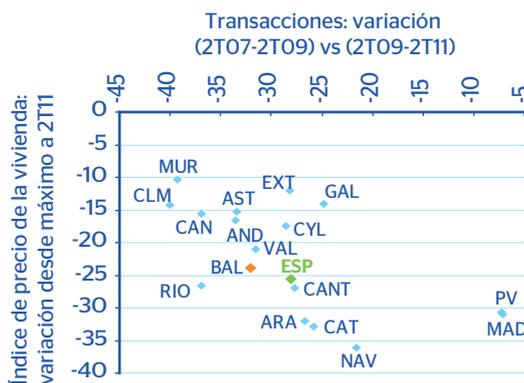
Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales

Gráfico 9
España: variación del precio de la vivienda desde máximo a 1T12



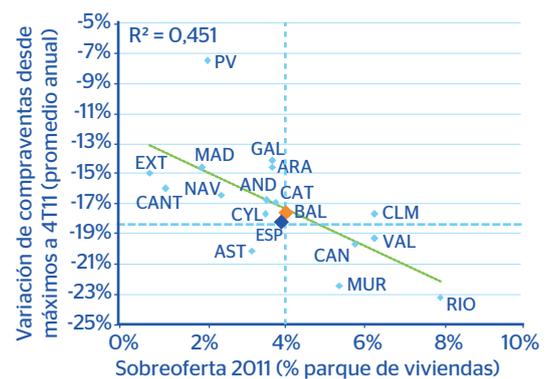
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 10
Variación del precio real y variación de transacciones de vivienda



Fuente: INE, MFOM y BBVA Research

Gráfico 11
España corrección del número de compraventas y sobreoferta en 2010



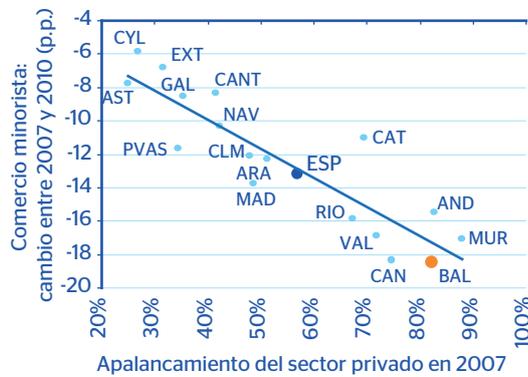
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Mayor nivel de apalancamiento, que incide negativamente sobre la demanda interna

En segundo lugar, la diferenciación regional también viene definida por el grado de endeudamiento del sector privado. En este caso, la posición de Baleares es de desventaja, por el mayor nivel de apalancamiento (ver Gráfico 12), que limita las posibilidades de los agentes de amortiguar caídas en la renta (mediante eventuales aumentos del crédito) y suponen mayores costes por la carga de intereses. Como antes se planteaba, una parte de este mayor nivel de endeudamiento relativo se explica por el mayor coste de la vivienda respecto al conjunto de España durante el *boom*, lo que habría afectado a los hogares compradores. Pero otros factores han incidido también en este hecho. De un lado, el elevado peso de la actividad constructora durante el *boom* supuso una mayor concentración de recursos en empresas que operan con elevados niveles de apalancamiento, como las de la inversión residencial, que ahora están bloqueando recursos que dejan de estar disponibles para otros menesteres, dado que los mercados de capitales se encuentran cerrados. Por otro lado, los hogares de Baleares muestran tradicionalmente una baja tasa de ahorro, lo que también impacta negativamente sobre la capacidad de amortiguar el consumo ante caídas de la renta disponible, que en el momento actual se ve afectada por la caída del empleo (y especialmente por la elevada tasa de paro), el ajuste en los salarios y los aumentos impositivos.

Gráfico 12

Impacto del apalancamiento neto en el sector privado

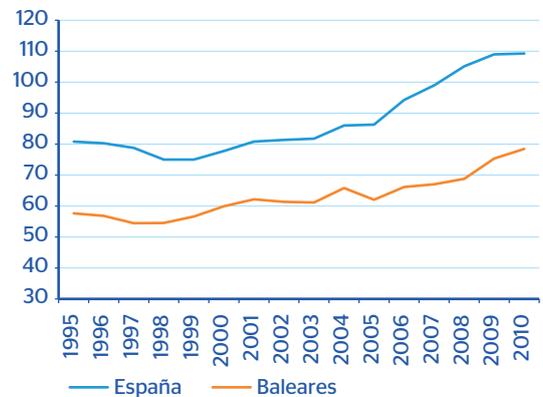


* El endeudamiento neto se define como la diferencia entre Créditos a Otros Sectores Residentes (OSR) y Depósitos a OSR en términos de PIB.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Banco de España

Gráfico 13

Depósitos del sector privado* (% sobre el PIB)



* Otros sectores residentes.

Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

En este sentido, el Gráfico 12 muestra cómo los agentes privados de las Islas Baleares alcanzaron un nivel de endeudamiento neto de los más elevados entre las regiones españolas, lo que ha penalizado la demanda interna regional. Este mayor apalancamiento en relación a la media nacional se produce, fundamentalmente, por el menor ahorro de los agentes locales, que se refleja en una menor acumulación de depósitos como muestra el Gráfico 13 - lo que sitúa a la economía regional en una situación compleja. A pesar de esto, el nivel de endeudamiento del sector privado no es distinto al de la media nacional, pero la difícil posición de la comunidad en términos de ahorro dificulta la reducción de este endeudamiento, a lo que se suma también una tasa de paro sensiblemente mayor que la media. A favor de Baleares, en cambio, se encuentra el nivel de renta. Baleares, junto con Cataluña, son las únicas comunidades con un nivel de apalancamiento neto sustancialmente superior a la media pero también con un nivel de PIB por encima de la media.

Una tasa de paro que ya no está por debajo de la media

El tercer factor explicativo de la diferenciación regional, ligado intrínsecamente al ajuste del sector inmobiliario y a la debilidad de la demanda interna resultante del proceso de desapalancamiento, es la situación del mercado laboral.

Baleares ha mostrado, históricamente, una tasa de paro inferior a la media española. Concretamente, desde principios de los años 80 hasta el inicio de la crisis actual la tasa de paro de Baleares se situaba, en promedio, 4,3 puntos por debajo de la media nacional. Esta ventaja se ha diluido a partir de 2009, siendo la tasa de paro de Baleares 0,2 puntos porcentuales más elevada que la del conjunto nacional desde entonces. Aunque la fuerte estacionalidad en la región podría dar lugar a una tasa de temporalidad relevante, este efecto se encuentra corregido a través de la figura de los contratos fijos discontinuos, que facilitan la asunción de una renta permanente por parte de los trabajadores y, por tanto, facilitan la adaptación de los comportamientos en términos de consumo. En este apartado, así pues, la posición de Baleares no es sustancialmente distinta de la del conjunto del Estado.

Otra cuestión más preocupante, en cambio, es la dotación de capital humano, presente y futura, de la población balear. Los datos reflejan que el porcentaje de población con al menos educación secundaria en Baleares se encuentra 3 puntos por debajo de la media (ver gráfico 16). Pero más allá de los datos referentes a la dotación actual, en Baleares debería prestarse atención a la evolución futura de la dotación de capital humano. Como muestra el gráfico 17, los indicadores relativos al desempeño de los alumnos en el sistema educativo balear muestran unos resultados que se sitúan a la cola entre las comunidades autónomas españolas (tanto tomando estos indicadores en bruto como corrigiendo el efecto que pueda derivarse de los determinantes de tipo social u otros,

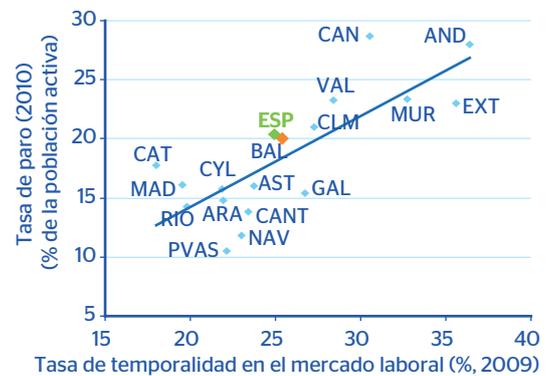
externos al sistema educativo)¹. Como indicador adelantado de la evolución del capital humano (y teniendo en cuenta la relevancia de éste como determinante del PIB per cápita), las necesidades de corrección de este problema deben ser consideradas imperiosas.

Gráfico 14
Tasa de paro por CC.AA. (1T12, % población activa)



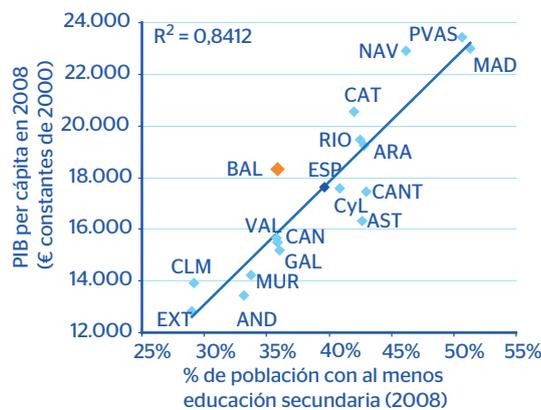
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 15
Temporalidad y paro



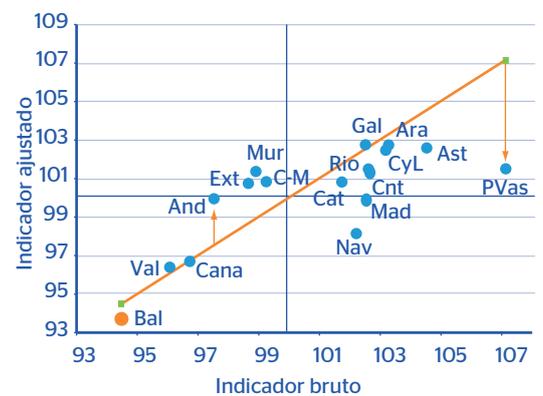
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 16
PIB y stock de capital humano



Fuente: BBVA Research a partir de INE y A. de la Fuente

Gráfico 17
Indicador global de desempeño, bruto y ajustado, del sistema educativo



Fuente: BBVA Research y Angel de la Fuente

Para Baleares, la consolidación fiscal se convierte ya en un reto ineludible, que impactará negativamente en 2012 y 2013

En cuarto y quinto lugar, la situación de las cuentas públicas, tanto en lo referente al déficit como al endeudamiento público, son factores adicionales que apoyan la heterogeneidad en el crecimiento regional, especialmente en un momento como el actual, en el que la consecución del objetivo de consolidación fiscal por parte de las comunidades autónomas se convierte en una meta ineludible, lo que supone un esfuerzo diferencial entre las distintas regiones. En este aspecto, Baleares parte nuevamente de una posición desfavorable. Al reiterado incumplimiento del objetivo de déficit en 2010 y 2011, se añade que también se encuentra en el grupo de comunidades que tienen una mayor ratio de deuda pública sobre PIB. Ello implica que los esfuerzos de ajuste que deben realizarse son mayores, tanto a corto como a medio plazo, y que por lo menos durante 2011, sólo

¹: El desarrollo completo de este análisis y su metodología pueden encontrarse en otras publicaciones regionales de BBVA Research, como por ejemplo, en Situación País Vasco, primer semestre de 2012, que se puede descargar aquí: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1204_Stiucionpaisvasco_tcm346-313547.pdf?ts=2552012

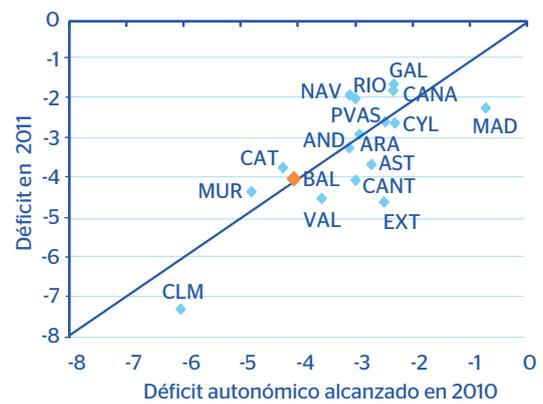
se ha aprovechado parcialmente el mejor comportamiento de la economía para realizar la labor pendiente de consolidación. Es decir, que el Gobierno Balear ha pospuesto, por ahora, el proceso de ajuste, lo que da lugar a una mayor concentración de esfuerzos tanto en 2012 como en 2013, que supondrán una detracción adicional en la demanda interna.

Gráfico 18
Baleares: saldo no financiero % PIB



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 19
Déficit de las CC.AA.



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 20
Deuda de las CC.AA. en 2011 (% del PIB)



Fuente: Banco de España

Perspectivas para 2012 y 2013: pese a la consolidación fiscal, por encima de la media

La conjunción de factores que impactan sobre la economía balear da lugar a la siguiente combinación: por un lado, el turismo, que podría continuar aportando positivamente al crecimiento, si bien el deterioro de la economía europea junto al agotamiento del choque que supuso la “primavera árabe” darán lugar a que el efecto no sea tan positivo como en el año anterior. Por el otro, la corrección de los desequilibrios internos, y en especial los referentes a las cuentas públicas y al nivel de apalancamiento del sector privado drenarán el crecimiento. El impacto negativo del exceso de apalancamiento y de la corrección del desequilibrio inmobiliario perderá fuerza, en la medida que ya se ha ido avanzando en ellos en los últimos años, pero el ajuste del sector público incidirá con mayor conjunción, dado el bajo avance producido hasta la fecha y la necesidad de acelerar la corrección por las dificultades de financiación y las limitaciones impuestas tanto por los mercados como por las modificaciones legislativas. En este contexto, por tanto, la economía balear podría mostrar una caída del PIB del -0,4% en 2012, para iniciar una tímida recuperación en 2013, cuando

podría crecer en torno al 1%. Por tanto, incluso teniendo en cuenta las dificultades por las que debe pasar la economía balear, se lograría un comportamiento mejor que en el conjunto de la economía española (-1,3% y 0,6% respectivamente, en 2012 y 2013).

Cuadro 4

Principales indicadores de coyuntura de la economía de Baleares

%	Crecimiento medio desde principio de año						
	2011		(a/a)		Último dato (m/m, cve)		
	Baleares	España	Baleares	España	Baleares	España	Último mes
Importaciones	-2,3	8,7	46,4	1,7	-25,2	4,9	feb-12
Exportaciones Reales	6,6	8,3	-41,9	2,2	45,2	0,5	feb-12
Afiliación a la SS	-1,6	-1,5	-3,7	-2,9	-0,4	-0,1	abr-12
Paro Registrado	0,5	4,8	9,1	9,8	0,5	1,0	abr-12
IASS	0,7	-1,1	-2,3	-3,4	0,4	0,1	mar-12
Ventas Minoristas	-4,7	-5,8	-1,6	-4,1	-0,5	-0,7	mar-12
Matriculaciones	-5,3	-18,7	-13,1	-10,9	-56,0	-0,1	abr-12
Visados de Viviendas	-24,6	-14,9	7,7	-37,9	-61,4	-13,9	feb-12
IPI	-4,6	-1,8	-5,7	-5,6	-21,6	-0,2	mar-12
Pernoctaciones	11,7	7,3	-2,6	-2,0	-2,7	-1,0	abr-12
Viajeros	11,6	4,3	-4,4	-1,2	-2,4	-0,7	abr-12

Fuente: BBVA Research a partir de INE, MFOM, MEH y MITYC

Cuadro 5

España: crecimiento del PIB por CC.AA. (%)

	2011	2012(p)	2013(p)
Andalucía	0,2	-1,8	0,3
Aragón	0,3	-1,6	0,5
Asturias	0,3	-1,4	0,9
Baleares	1,8	-0,4	1,0
Canarias	2,1	-0,5	0,5
Cantabria	0,7	-1,2	0,6
Castilla y León	1,2	-0,7	1,0
Castilla-La Mancha	0,8	-2,3	0,2
Cataluña	0,8	-1,6	0,8
Extremadura	-0,3	-1,8	0,5
Galicia	0,2	-1,1	0,7
Madrid	0,8	-0,6	1,0
Murcia	-0,1	-1,7	0,5
Navarra	1,4	-0,5	0,7
País Vasco	1,3	-0,6	0,7
Rioja (La)	0,8	-1,4	0,7
C. Valenciana	0,4	-2,2	0,2
España	0,7	-1,3	0,6

Fuente: BBVA Research

Estructura productiva y determinantes del crecimiento de Baleares en el medio y largo plazo: retos de mayor magnitud

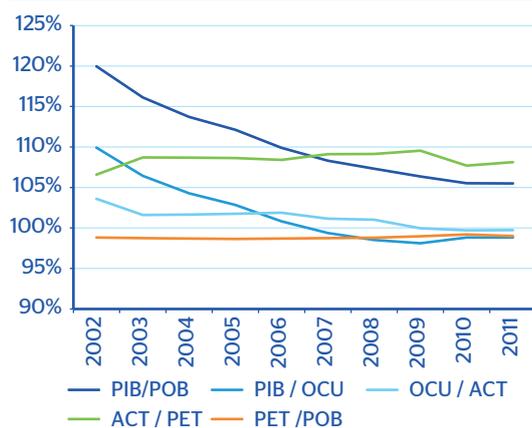
Más allá del comportamiento a corto y medio plazo de una economía, lo que interesa analizar es la evolución del bienestar de los ciudadanos, y uno de los factores que ayuda a medirlo es el PIB per cápita. A medio y largo plazo, y más allá de los impactos coyunturales analizados en secciones anteriores, el PIB per cápita depende de una serie de determinantes que pueden analizarse a través de una descomposición muy sencilla de la ratio PIB/POB en una serie de componentes. Así, el PIB

per cápita puede entenderse como el producto de la productividad (PIB por ocupado), la tasa de empleo (ocupados sobre población activa), la tasa de actividad (población activa sobre población en edad de trabajar) y un factor demográfico (población en edad de trabajar sobre la población total). Expresado de otro modo,

$$\frac{PIB}{POB} = \frac{PIB}{OCU} * \frac{OCU}{ACT} * \frac{ACT}{PET} * \frac{PET}{POB}$$

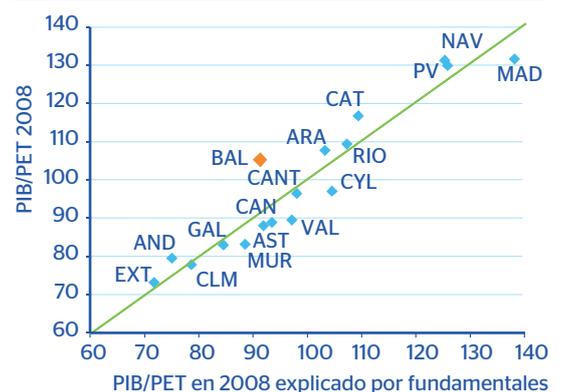
De acuerdo con esta descomposición, en el Gráfico 21 se observa que, aunque el PIB per cápita es mayor que el de la media nacional, se ha producido una disminución relativa en los últimos 15 años que, además, está íntimamente ligada a la evolución mostrada por el factor que mide la productividad (PIB por ocupado), que ya se ha situado por debajo de la media nacional. Esta disminución de la productividad en términos relativos (incluso en momentos en los que la productividad española empeoraba) refleja que es en esta variable en la que deben concentrarse los mayores esfuerzos para la recuperación, a medio plazo, de la economía balear. Ello se agrava por la insuficiencia de capital humano comentada anteriormente, así como por las perspectivas que se pueden derivar a partir del rendimiento actual obtenido en el sistema educativo. Por tanto, la clave de mejora para la economía balear, y para intentar que mantenga su nivel de PIB per cápita por encima de la media, pasa por la potenciación de este factor.

Gráfico 21
**Descomposición del PIB
per cápita de Baleares. España = 100**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 22
PIB por persona en edad de trabajar



Fuente: BBVA Research a partir de INE y A. de la Fuente

Finalmente, otra vía para analizar la posición de la economía balear desde un punto fundamental es observar cuales son las dotaciones de factores determinantes para que la población en condiciones de trabajar pueda producir. Medimos, por tanto, el PIB por población relativo a la población en edad de trabajar (entre 16 y 64 años), y se pone en relación con los factores determinantes para el mismo. Para ello, se han tomado en cuenta los cuatro factores expresados como de "largo plazo" en el Cuadro 3 (en la página 8 de este Observatorio): el nivel de capital humano, aproximado por el porcentaje de población con al menos educación secundaria; el esfuerzo en I+D sobre el PIB; el volumen de infraestructuras en relación con la población en edad de trabajar, como medida de la dotación de capital público disponible, y el Índice de Libertad Económica, que mide la cantidad de regulaciones (y por tanto, dificultades para el crecimiento, existentes en una economía. Como ya se ha comentado anteriormente, el nivel de capital humano es inferior a la media. Además, los niveles de infraestructuras per cápita y el esfuerzo en I+D sobre el PIB también lo son. Por tanto, pese a que el nivel regulatorio puede considerarse aceptable frente a la media española, el PIB/PET de Baleares explicado por estos valores fundamentales se sitúa por debajo de la media española. Los datos observados, no obstante, indican que el PIB/PET alcanzado es mayor que el que explicarían los fundamentales (de ahí la desviación de Baleares frente a la línea de 45 grados en el Gráfico 22). Algunos factores, como los coyunturales mencionados anteriormente, parecen explicar esta desviación, pero si no se ponen los mimbres para un cambio estructural, la tendencia decreciente en el PIB per cápita relativo podría continuar a medio plazo.

IA BBVA-Baleares, un indicador sintético del estado de la economía regional

En el estudio y seguimiento de la actividad económica de cualquier región, la evolución del PIB es una de las variables más importantes. En algunas comunidades españolas, esta información está disponible con periodicidad trimestral, aunque normalmente con un retraso cercano a los dos meses en relación al periodo de referencia. Sin embargo, en otras ocasiones, como en el caso de Baleares, no existen datos de Contabilidad Regional con esta periodicidad y la única información disponible del funcionamiento de la economía es la contabilidad anual elaborada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), cuya publicación se produce tres meses después de cerrar el año natural. Este retraso, por tanto, dificulta el conocimiento de la economía en tiempo real y, lo que sin duda es aún más importante, dificulta la toma temprana de decisiones que minimicen el tiempo de reacción - tanto de empresas como de administraciones - ante eventuales cambios en la coyuntura.

Para afrontar este problema existen, no obstante, indicadores de periodicidad mensual de muy diverso género (expectativas, empleo, precios, mercado laboral o turismo, por ejemplo) que ofrecen una información parcial de la economía en su conjunto. Los indicadores sintéticos de actividad como el que se plantea en este recuadro pretenden la agrupación de estas señales parciales de cada uno de los indicadores hacia un comportamiento general para tratar de obtener una señal temprana del comportamiento conjunto de la economía. Estos indicadores cobran aún más importancia cuando, como es el caso balear, no existe una señal trimestral de evolución general de la actividad.

El presente recuadro persigue un doble objetivo: en primer lugar, presentar una serie de PIB trimestral para la economía de las Islas Baleares que resulte consistente con la Contabilidad Regional Anual (CRE) del INE y, en segundo lugar, construir un indicador sintético de actividad a partir de una serie de indicadores de mayor frecuencia que permita adelantar y predecir el comportamiento de dicha serie trimestral.

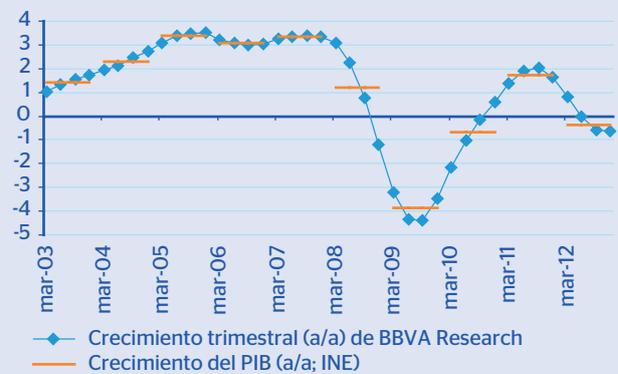
El primer propósito viene justificado por el déficit de información en tiempo real existente a la hora de realizar un análisis regional. Para dar respuesta a esta necesidad, se han estimado un conjunto de modelos factoriales dinámicos que permiten combinar la información de los indicadores de coyuntura de cada Comunidad Autónoma que presentan distinta frecuencia y se publican con distinto retraso respecto al periodo de referencia. El principal criterio empleado para la

selección de los indicadores incluidos en esta estimación fue que estuvieran altamente correlacionados con las tasas de crecimiento del PIB anual publicado por el INE. El segundo criterio utilizado para la selección fue la disponibilidad para un periodo muestral amplio, de forma que las series recogieran suficiente variabilidad cíclica. Por último, el tercer criterio de selección fue que la publicación de las series no fuera posterior a la correspondiente publicación del PIB que realizan los institutos de estadística regionales, cuando la hubiera. Así, los indicadores de actividad y empleo finalmente utilizados en esta versión del modelo incluyen la afiliación a la Seguridad Social, el Índice de Producción Industrial, las exportaciones de bienes reales y el turismo, aproximado por las pernoctaciones hoteleras y el número de viajeros, así como el PIB trimestral de la economía española que pretende captar la variabilidad cíclica procedente de choques exógenos de demanda comunes con el resto de CC.AA. Además, los resultados obtenidos de manera individual para cada Comunidad Autónoma se hacen consistentes con la CRE que publica el INE a partir del método RAS o de ajuste biproporcional de forma que se garantiza la consistencia agregada de las estimaciones².

El gráfico 23 ejemplifica los resultados de la estimación del PIB trimestral de Baleares a partir del modelo de factores dinámicos correspondiente. En él, se compara esta estimación trimestral con los datos de CRE anual que publica el INE. Este gráfico muestra que el modelo de factores dinámicos muestra un buen ajuste entre la serie trimestral y los datos anuales oficiales.

Gráfico 23

Baleares: crecimiento anual del PIB (INE) y estimación de crecimiento trimestral (a/a) de BBVA Research



Fuente: BBVA Research

² Un análisis más detallado de la metodología se puede encontrar en los recuadros: "Estimación en tiempo real del PIB regional" de las revistas Situació Catalunya (sep-10) y Situación Galicia (mar-11). Ambas publicaciones están disponibles en: <http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/esp/index.jsp>

En segundo lugar, el presente recuadro pretende la construcción de un indicador adelantado BBVA para Baleares (IA BBVA Baleares). Para ello, se emplea la metodología de componentes principales (CP)³ descrita en otras regiones (con la excepción de Canarias) editadas por BBVA Research⁴ mediante el uso de una serie de indicadores contemporáneos y adelantados.

Para esto, se plantea inicialmente la hipótesis de que la dinámica de la actividad balear, dadas las características de su economía, está fuertemente influenciada por el ciclo interno pero, adicionalmente a través del turismo, también por el comportamiento de las regiones de procedencia de los turistas que visitan la región. Esta hipótesis supondría una novedad respecto a lo ocurrido en la construcción de indicadores de actividad planteados para otras regiones, en las que el comportamiento de la economía local (o eventualmente, de la nacional) es suficiente para explicar los cambios de tendencia o la variabilidad de la economía regional.

Para tratar de dar respuesta a esta hipótesis, se han seleccionado tres grupos de series de distinta naturaleza y ámbito geográfico que conformarán el indicador de actividad. Estos son: a) series regionales que pretenden captar la evolución del ciclo interno: aquellas relacionadas con mercado laboral, sector exterior, producción industrial, consumo interno y turismo; b) series nacionales, por ser indicadores no disponibles para la economía regional, como la confianza del consumidor español y, finalmente, c) aquellas series que pretenden captar el ciclo de las regiones de origen de los turistas que visitan Baleares. Para recoger esta señal se utilizan los indicadores de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESIs por sus siglas en inglés) de Europa, Reino Unido, Alemania y España.

Para tratar de contrastar la importancia del ciclo externo en la economía balear y, por tanto, su relevancia en la construcción del indicador de actividad regional, se realiza un primer análisis de CP en el que se excluyen las series de sentimiento económico de otros países. La razón de esto es que sería de esperar que aquellos indicadores que incluimos en esta primera prueba (representativos de la actividad regional y nacional) mostraran un comportamiento cíclico relativamente similar. Del análisis de CP así efectuado se rescata que los dos primeros componentes obtenidos son aquellos que más ayudan a explicar la varianza de las series. Estos componentes se pueden identificar, como era previsible,

con la dinámica de la coyuntura regional, en el primer caso, y con la dinámica de los indicadores nacionales, en el segundo.

A continuación, en una segunda etapa del análisis de CP, se incorpora el tercer grupo de indicadores –los ESIs. En la siguiente tabla se presenta el porcentaje de variabilidad de las series explicado por cada uno de los CP en las dos etapas descritas arriba. Los resultados confirman que, tras incorporar los ESIs al análisis de CP, el tercer componente se presenta relevante en términos de explicación de la variabilidad de las series.

Cuadro 6

Variabilidad explicada respecto al total por cada CP

	CP sin ESI's	CP con ESI's
1	0,42	0,39
2	0,23	0,21
3	0,10	0,15
4	0,06	0,06
5	0,04	0,05
6	0,04	0,03
7	0,03	0,03
8	0,02	0,02
9	0,02	0,02
10	0,01	0,01

La tabla presenta únicamente los resultados de los 10 primeros CP de un total de 26 en el análisis ampliado que incluye los ESI's. Nótese que cuanto menor sea el orden del componente principal, mayor es la variabilidad explicada de las series.

Fuente: BBVA Research

A continuación, con el fin de construir el indicador IA BBVA – Baleares se realiza una regresión de las series obtenidas mediante el análisis de CP contra una serie del PIB de Baleares⁵ para sintetizar la señal obtenida por estos tres componentes en un solo índice.

Como cabría esperar, la bondad del ajuste – medida a través del coeficiente R2 ajustado – se incrementa significativamente cuando incorporamos los CP que incluyen los ESIs en la construcción del indicador. Esto prueba la hipótesis inicial de que, como consecuencia del elevado peso del turismo internacional en la actividad económica de Baleares (que se analiza también en este mismo Observatorio), el ciclo económico de esta región se ve influido de un modo relevante por lo que sucede no solamente en la economía española, si no también en el resto de economías europeas y, en particular, en la alemana y la británica.

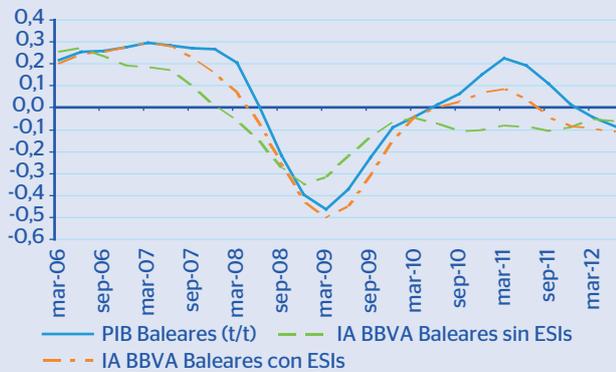
3. La técnica de CP pretende reducir la dimensión de un conjunto (o series de datos) con la menor pérdida de información relevante. Para esto, resume la variabilidad de dichos indicadores en un número significativamente menor de ellos.

4. Una aproximación a la metodología se puede encontrar en Situación Galicia (nov-11) disponible en: <http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/esp/index.jsp>.

5. Cabe reseñar que esta serie de PIB mensual de Baleares no es observable, y se obtiene a partir de la mensualización de los datos trimestrales (que tampoco son observables) utilizados en el modelo MICA-Regio (de factores dinámicos considerado al comienzo de este recuadro) para la economía balear de BBVA Research. A partir de estos se pueden obtener previsiones de crecimiento anual del PIB compatibles con los resultados ofrecidos por la Contabilidad Regional de España.

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 24
PIB e IA BBVA. Baleares (t/t; %)



Previsión realizada con el 80% de la Información de 1T12
Fuente: BBVA Research

Cuadro 7
Medida de bondad de ajuste (1)
de una regresión de Actividad respecto a CP

	Nº de CP		
	1	2	3
CP sin ESIs	0.19	0.21	0.51
CP con ESIs	0.42	0.65	0.84

(1) R² ajustado
Fuente: BBVA Research

Así, en el primer trimestre de 2012, y de acuerdo con la señal ofrecida por este indicador, la economía balear podría haber experimentado una caída de la actividad en torno al -0,1% trimestral, lo que supondría una menor caída que el promedio nacional (-0,3% observado). Los datos ya disponibles para el segundo trimestre y las proyecciones que pueden realizarse a corto plazo de las variables utilizadas en el indicador sintético permiten anticipar que, por el momento, en la economía balear no se estaría produciendo una aceleración del ritmo de contracción y que, por lo tanto, se estaría observando una caída similar a la experimentada en el primer trimestre del año en curso.

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA Research España:

Economista Jefe Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
+34 91 374 39 61
miguel.cardoso@bbva.com

Anabel Arador
+ 34 93 401 40 42
ana.arador@grupobbva.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.gi@bbva.com

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

Antonio Marín
+34 648 600 596
antonio.marin.campos@bbva.com

Myriam Montañez
+34 954 24 74 86
miriam.montanez@bbva.com

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

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

Pep Ruiz
+34 91 537 55 67
ruizaguirre@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

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldolopez@bbva.co

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@grupobbva.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 Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

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