

Observatorio Económico

España

Madrid, 7 de diciembre de 2011
Análisis Económico

Unidad de España

4T11: se incrementa la probabilidad de recesión

- **La información conocida del cuarto trimestre de 2011 anticipa que la probabilidad de observar una disminución del PIB se habría incrementado significativamente**

De consolidarse las tendencias registradas en los indicadores disponibles a la fecha de cierre de este Observatorio, la caída intertrimestral de la actividad en el 4T11 se situaría en el -0,2%, consolidándose la tendencia en el deterioro de las expectativas de crecimiento iniciada en el 2T11. Especialmente preocupante es el grado de persistencia de la destrucción de empleo y su aceleración durante los últimos meses.
- **Los indicadores de consumo e inversión continúan mostrando una demanda interna débil**

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 se desaceleran y existe incertidumbre sobre su comportamiento futuro**

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 significativamente los riesgos a la baja.
- **Se percibe un cambio de tendencia en el déficit de las CC.AA., aunque sigue sin ser suficiente para alcanzar el objetivo de fin de año**

En el escenario más probable, el Estado cumplirá su compromiso y tendrá cierta capacidad para compensar parcialmente potenciales desviaciones en la ejecución de las comunidades autónomas y de la Seguridad Social. En todo caso, en ausencia de medidas adicionales, no se cumplirá con el objetivo déficit del 6% del PIB para el conjunto de las administraciones públicas.

Cuentas Nacionales al 3T11

Tal y como se adelantaba en el último número de nuestra revista Situación España y en ediciones anteriores de este Observatorio, el tímido avance que registró la economía española durante el 1S11 se interrumpió en el 3T11. La demanda doméstica continuó lastrando el avance coyuntural, compensando en esta ocasión, por completo, el crecimiento de la demanda externa. El desglose de la demanda agregada dado a conocer por el INE presenta algunas innovaciones respecto a nuestras previsiones que, en todo caso, deben ser evaluadas con cautela, ya que son atribuibles en su mayor parte a las revisiones estadísticas habituales así como a la introducción de la nueva base contable de 2008.

La economía española registró un crecimiento nulo durante el tercer trimestre de 2011

Tras encadenar seis trimestres consecutivos de crecimiento débil, la economía española se estancó en el 3T11, en línea con lo esperado. En términos interanuales, se encadenó el quinto avance consecutivo desde el comienzo de la crisis, esta vez del entorno al 0,8% a/a, que si bien resulta equivalente al registrado en el trimestre precedente se corresponde fundamentalmente con la mejora coyuntural registrada hasta el 2T11 y con el efecto base derivado de la ralentización transitoria de la economía un año atrás (como consecuencia de la aceleración del proceso de consolidación fiscal).

Tal y como se esperaba, tras la corrección a la baja de los flujos comerciales en el 2T11, la composición del crecimiento volvió a estar fuertemente marcada por el impulso de la demanda externa, que en términos netos contribuyó en 0,4pp al crecimiento trimestral del PIB (2,0pp en términos interanuales), volviendo a impedir que la economía española presentase una tasa de crecimiento negativa. Por su parte, el agregado de la demanda doméstica continuó drenando crecimiento -condicionado por la debilidad de sus fundamentales, los ajustes en marcha y el reciente repunte de la incertidumbre-, compensando en esta ocasión la totalidad del avance trimestral de la demanda externa (contribución al crecimiento: -0,4pp t/t; -1,2pp a/a).

Los datos publicados muestran una evolución de los grandes componentes de la demanda en línea con nuestras expectativas, si bien todas ellas han experimentado cambios porcentuales trimestrales ligeramente menores de los que sugerían nuestras previsiones centrales. Sin embargo, como se observa en el Cuadro 1, parte de las discrepancias entre los datos observados y las previsiones para estos agregados no es atribuible a errores de previsión, sino a revisiones estadísticas de los datos históricos.

Cuadro 1
Demanda Agregada y PIB (Var. % a/a)

	2009		2010		2011**	
	Base 2000	Base 2008	Base 2000	Base 2008	Base 2000	Base 2008
Gasto en consumo final de los hogares	-4,3	-4,4	1,3	0,7	0,4	0,0
Gasto en consumo final de las AAPP	3,2	3,7	-0,7	0,2	-0,3	-1,3
Formación bruta de capital fijo	-16,0	-16,6	-7,5	-6,3	-5,1	-4,3
Demanda Nacional (*)	-6,4	-6,6	-1,1	-1,0	-1,0	-1,2
Exportaciones de bienes y servicios	-11,6	-10,4	10,3	13,5	10,1	9,3
Importaciones de bienes y servicios	-17,8	-17,2	5,5	8,9	3,0	1,9
PIB (pm)	-3,7	-3,7	-0,1	-0,1	0,8	0,8

* Contribución al crecimiento

** Base 2000 corresponde a previsiones de Situación España 4T11 y Base 2008 incluye datos dados conocidos hoy, más la previsión BBVA del 4T11 del Situación España 4T11

Fuente: BBVA Research a partir de INE

En línea con la interrupción del crecimiento, el deterioro del mercado laboral se agudizó en el 3T11

Tal y como se adelantaba en el último número de nuestra revista Situación España, los registros del mercado laboral del 3T11 resultaron decepcionantes. Los datos relativos a las estimaciones de la evolución del empleo no han sido la excepción a esta tendencia, mostrando una caída trimestral de la ocupación en torno a los 171,9 miles de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo (-1,9% a/a cvec), por encima de lo que apuntaban tanto los datos de la Encuesta de Población Activa (en torno a los 147 mil cvec, según nuestras estimaciones) como los registros de la afiliación a la Seguridad Social (en torno a los 100 mil cvec, según nuestras estimaciones). Con esta contracción del empleo, la tasa de crecimiento interanual de la productividad aparente del factor trabajo volvió a repuntar en el 3T11, esta vez hasta el 2,7% (2,0% en 2T11).

La caída de la remuneración por asalariado en términos reales junto con el aumento de la productividad provocó una nueva reducción de los costes laborales unitarios

A pesar de que las tasas de crecimiento de los precios continúan situándose en cotas elevadas (1,5% a/a en términos del deflactor implícito del PIB), la remuneración nominal por asalariado aumentó en una proporción significativamente menor (0,6% a/a). Así, al cierre del tercer trimestre del año, continuó consolidándose la tendencia de caída de la remuneración por asalariado en términos reales (-0,9% a/a frente -1,3% a/a en el trimestre anterior) que, unida al nuevo incremento de la productividad, volvió a provocar una reducción de los costes laborales unitarios reales, esta vez de un 3,6% a/a (-2,1% a/a en términos nominales).

El gasto en consumo en 4T11 sigue sin mostrar mejoría

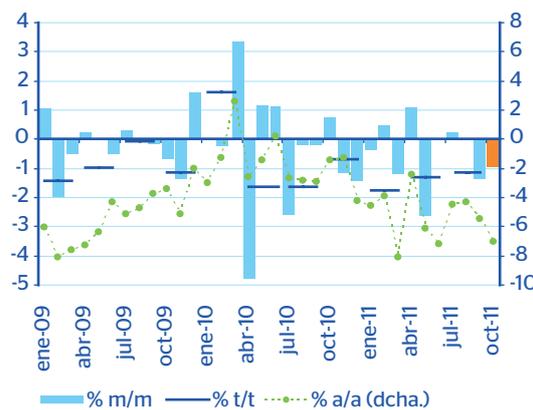
Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes y el efecto calendario (cvec), la caída generalizada en todos sus componentes provocó que la facturación del comercio minorista cayera durante el mes de octubre (-0,9% m/m, -7,0% a/a). El dato, unido a una reducción similar observada en septiembre, sugiere que el indicador continuará contribuyendo negativamente al crecimiento del consumo de los hogares durante el 4T11, aunque en línea con lo observado durante todo el año.

Tampoco la demanda de turismos sugiere un comportamiento positivo del consumo en 4T11. El dato de noviembre (+1,2% m/m cvec) supone una leve recuperación con respecto a la caída observada durante el mes de octubre. Asimismo, el comportamiento desfavorable de la demanda de particulares continuó condicionando la evolución de las ventas el pasado mes. Si bien las matriculaciones de compañías alquiladoras aumentaron en noviembre con respecto al mismo mes del año anterior (un 7,5%), su contribución fue insuficiente para compensar la evolución desfavorable de las ventas a empresas (-4,5% a/a) y a particulares (-9,0% a/a). Si diciembre se comporta según lo previsto, el número de turismos matriculados en 2011 podría no superar los 810 mil.

Tras el retroceso de 2,6 puntos registrado en octubre, el indicador relativo a la confianza de los consumidores avanzó 4,2 puntos en noviembre hasta los -15,4 puntos, situándose ligeramente por debajo de su media histórica (-13,0) debido a que todos sus componentes evolucionaron positivamente. En particular, las expectativas de los consumidores sobre el desempleo en los próximos doce meses mejoraron en 5,4 puntos, contribuyendo en 1,4 puntos a la mejora de la confianza del consumidor. Por orden de magnitud a esta última mejora le sigue la de las expectativas sobre el ahorro que, tras el retroceso observado en el mes pasado (-4,1 puntos),

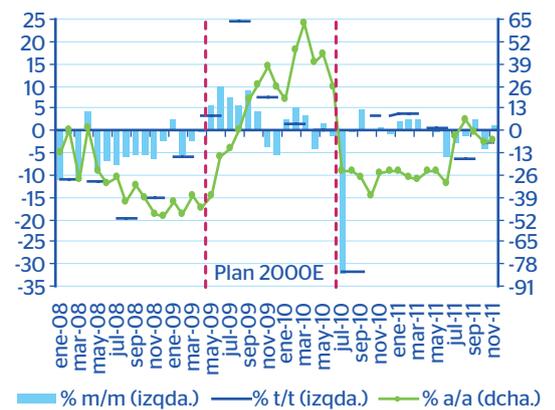
se corrigieron al alza en 5,2 puntos, contribuyendo en 1,3 puntos a la mejora de la confianza. Los movimientos en lo que respecta a las expectativas de los consumidores sobre la situación económica general y la situación financiera fueron igualmente relevantes (+4,0 y +2,5 puntos), y explican respectivamente 1,0 y 0,5 puntos del avance de la confianza este mes.

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 INE

Gráfico 2
España: matriculaciones de turismos (Datos CVEC)



CVEC: datos corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario
Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Garvam

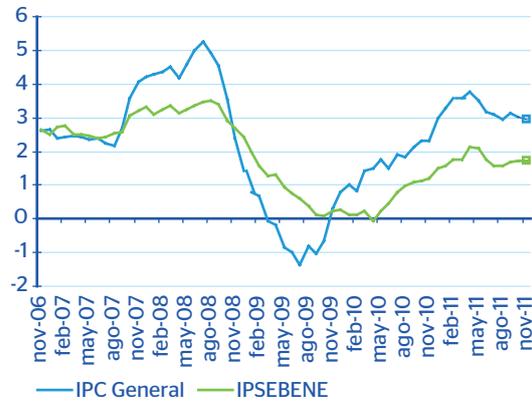
La inversión en vivienda no exhibe signos de mejora después del ajuste de principios de año

Las compraventas de vivienda se mantienen en mínimos históricos y en septiembre volvieron a caer un 7,5% m/m (cvec). La incertidumbre que rodea a algunos incentivos fiscales (IVA, deducción en IRPF por compra de vivienda) junto con los efectos negativos que la inestabilidad financiera y la debilidad del mercado de trabajo ejercen sobre el mercado de la vivienda explican la aceleración en su deterioro. Esto también se ha visto reflejado en la debilidad de la actividad hipotecaria, ya que las hipotecas constituidas sobre vivienda durante el mes de septiembre cayeron también un 5,1% m/m (cvec). Por el lado de la oferta, durante el mes de septiembre se firmaron 7.588 visados de construcción de vivienda de obra nueva, lo que supuso un incremento intermensual del 23,7% (cvec), cerrándose así un trimestre relativamente positivo, aunque todavía en niveles bajos de actividad respecto a los máximos alcanzados antes del inicio de la crisis. En lo que a rehabilitación se refiere, las cifras también fueron positivas (8,6% m/m, cvec) durante el mes de septiembre.

La inflación se desacelera marginalmente, en espera del efecto base que hará que se reduzca durante los próximos meses

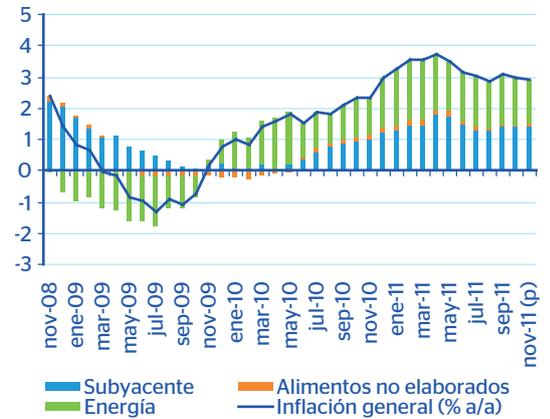
En línea con lo esperado, la inflación general se desaceleró marginalmente en octubre (3,0% a/a) y en noviembre (2,9% a/a) según el indicador adelantado del IPC. En ambos casos ha sido fundamental el comportamiento de los precios de los alimentos y de factores que se consideran puntuales (al alza), tales como la fuerte corrección del precio del tabaco o el incremento en el componente energético. 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 octubre y noviembre 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



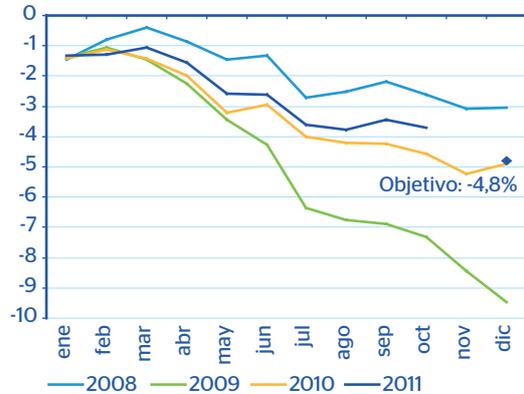
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Se observa un cambio de tendencia en la ejecución presupuestaria de las comunidades autónomas

El déficit del Estado acumulado a octubre de 2011 se situó en el 3,7% del PIB, casi 0,9pp menos que el déficit registrado en el mismo periodo de 2010, incrementándose la probabilidad de cumplimiento del objetivo del -4,8% fijado para el Estado. Para ello, se deberá continuar con el esfuerzo de contención del gasto, ya que no se espera una recuperación mayor de los ingresos. Respecto a estos últimos, la recaudación de los ingresos tributarios acumulada a octubre de 2011 creció, en conjunto, un 0,8% en términos homogéneos, respecto al mismo mes de 2010. Esto se debe, fundamentalmente, a que el IRPF ha recuperado cierto dinamismo una vez se ha superado el impacto negativo de las rebajas salariales y a cierta mejoría en la base del IVA al corregirse parte del efecto del anticipo de las ventas al primer semestre de 2010. El impuesto sobre sociedades, aunque sigue registrando crecimientos negativos, ha mejorado su evolución por el impacto positivo de los cambios normativos (subida de tipos y limitación en la corrección del fondo de comercio y en la compensación de las bases negativas).

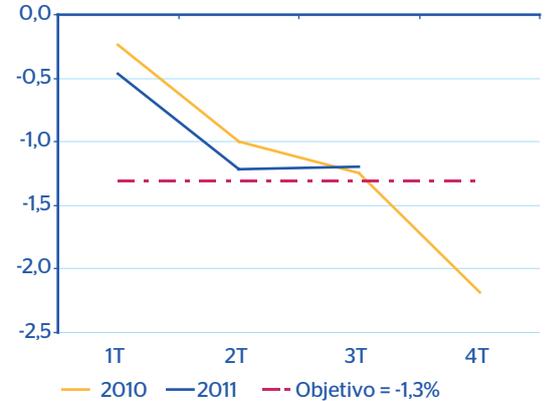
Por otro lado, los datos del déficit presupuestario de las comunidades autónomas acumulado al tercer trimestre del año, muestran un déficit del 1,2% del PIB, lo que supone un estancamiento respecto al déficit registrado el trimestre anterior. Este dato parece confirmar el cambio de tendencia en la ejecución presupuestaria de las comunidades, observándose sobre todo, una intensificación en el recorte del gasto -mayor en el gasto de inversión, pero generalizado también a casi todos los capítulos del gasto corriente-. Entre comunidades el comportamiento vuelve a ser heterogéneo, con Andalucía, Baleares, Extremadura y País Vasco como las comunidades que más contribuyeron a contener el deterioro del déficit autonómico durante el tercer trimestre del año, mientras que Castilla-La Mancha, Murcia y Valencia vuelven a ser las que han mostrado un peor desempeño. De confirmarse esta tendencia de control del gasto durante el 4T11, el déficit del conjunto de comunidades autónomas podría situarse a final de en torno a 1pp por encima de su objetivo (-1,3%), en línea con nuestras previsiones.

Gráfico 5
Administración Central: saldo no financiero
(Acumulado anual, en porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 6
CC.AA.: saldo no financiero
(Acumulado anual, en porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Los datos de la balanza comercial de septiembre corrigen parcialmente el fuerte ritmo exportador

El volumen de exportaciones de bienes registró, en septiembre, una contracción del 4,7% m/m (cvec) tras dos meses de fuerte expansión intermensual. Este ajuste es debido a la reducción experimentada por todos los grandes sectores exportadores, especialmente, bienes intermedios (-6,5% m/m cvec) y bienes de consumo (-5,7% m/m cvec). En lo referente al comportamiento importador, el crecimiento intermensual del volumen de las importaciones vuelve a terreno negativo (-5,5% m/m cvec) tras el fuerte repunte registrado el mes anterior (agosto: +11,1% m/m cve) siendo las importaciones de bienes de consumo y de capital por este orden las que lideran el ajuste. En su conjunto, el dato de septiembre arroja un crecimiento interanual del volumen de exportaciones de bienes todavía alto (+7,8% a/a) que corrige el repunte en el comportamiento exportador que se observó en la tasa interanual del mes anterior. Las importaciones de bienes, en volumen, muestran un crecimiento interanual moderado (+4,4%) tras el repunte del mes previo, en línea con la atonía de la demanda interna.

Tanto la desaceleración del comercio internacional como la debilidad de la demanda interna explican el deterioro en la producción industrial

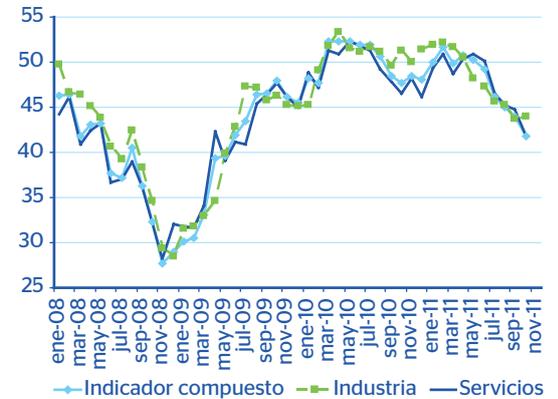
Tras la corrección a la baja en septiembre de la producción industrial (-1,8% a/a según el dato avanzado hace un mes por el INE), nuestras estimaciones apuntaban a una caída de una magnitud similar en octubre. Sin embargo, los datos señalan una caída más intensa, del -4,0% a/a, con lo que se consolida una tendencia que sigue apuntando a desaceleración paulatina de la producción industrial que afecta a la mayor parte de las partidas. Hacia adelante, los indicadores "suaves" refuerzan esta tendencia, ya que la confianza industrial se redujo en 3,1 puntos en noviembre (+2,2 puntos en octubre) hasta los -16,9 puntos, cifra que se sitúa por debajo de su media histórica (-9,0 puntos). Asimismo, la cartera de pedidos de la industria registró un deterioro de 7,5 puntos -explicado en buena parte por la evolución de la cartera de pedidos de exportación (-6,4 puntos)- que supuso una contribución de -2,5 puntos. Por otro lado, las expectativas de producción futura se redujeron 3,0 puntos, contribuyendo en 1,0 puntos al retroceso de este mes. En contrapartida, los inventarios de productos terminados se redujeron en 1,0 puntos, contribuyendo positivamente, aunque de forma marginal a la evolución de la confianza.

Gráfico 7
España: confianza y producción industrial



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Comisión Europea

Gráfico 8
España: PMIs
(Datos CVE. Un valor superior a 50 indica expansión)



Fuente: BBVA Research a partir de Markit Economics

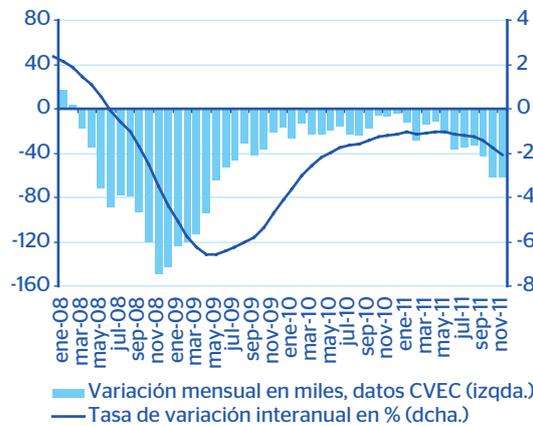
El saldo de la balanza por cuenta corriente en acumulado a 12 meses se redujo en apenas 0,4 miles de millones de euros durante septiembre

En acumulado a 12 meses hasta septiembre de 2011 el saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente se redujo en 0,4 miles de millones de euros situándose en -43,6 mil millones de euros frente a los -44 miles de millones de euros en acumulado a 12 meses del mes anterior. En esta cifra, destaca el ligero incremento en el déficit de la balanza de bienes (0,3 mil millones de euros adicionales), que vendría explicado, de acuerdo a los datos de balanza comercial (fuente: Aduanas), por el deterioro en el saldo deficitario de la balanza energética que, a diferencia de otras ocasiones, no se ha visto totalmente compensado por la mejora en el saldo deficitario no vinculado a la energía. Dado este dato y como primer elemento compensador del mes, el superávit de servicios cierra septiembre con un registro acumulado a 12 meses de 33 miles de millones de euros (0,6 mil millones de euros adicionales). Por su parte, el dato acumulado a 12 meses de septiembre revela un empeoramiento del déficit de la balanza de rentas (0,5 mil millones de euros adicionales) a la vez que, como segundo elemento compensador del mes, el déficit de la balanza de transferencias se reduce (0,6 mil millones de euros menos).

Los registros de noviembre confirman la aceleración en el proceso de destrucción de empleo

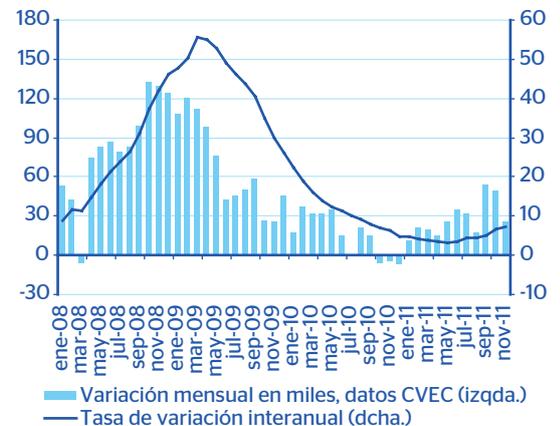
Los datos brutos señalan que la afiliación a la Seguridad Social (media mensual) se redujo en 111,8 miles de personas en noviembre, por encima de lo que apuntaba nuestra previsión central (BBVA Research: -96,1 miles). Tal y como se esperaba, la caída de la ocupación del pasado mes fue superior a la observada en los meses de noviembre de la última década (promedio: -7,0 miles; -0,0% m/m), de tal forma que cuando se corrigen las cifras de las variaciones estacionales propias del mes y el efecto calendario (cvec), la afiliación exhibe un deterioro en torno a las 62 mil personas, igual que en octubre. Todos los sectores mostraron una evolución del empleo dentro de lo esperado, si bien la construcción y, sobre todo, los servicios aceleraron su ritmo de destrucción de empleo, aportando conjuntamente al deterioro de la afiliación en torno a las 54 mil personas. Por su parte, por noveno mes consecutivo, se observó un incremento generalizado del desempleo registrado en todos los sectores productivos no agrarios. El principal responsable del deterioro del paro fue el sector servicios, que registró un aumento de 48,8 miles de personas (30 mil cvec), seguido por la construcción (5,8 miles; 6 mil cvec).

Gráfico 9
España: afiliación media a la Seguridad Social



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 10
España: desempleo registrado



Fuente: BBVA Research a partir de SPEE

La probabilidad de observar una caída del PIB en el cuarto trimestre de 2011 se ha elevado considerablemente

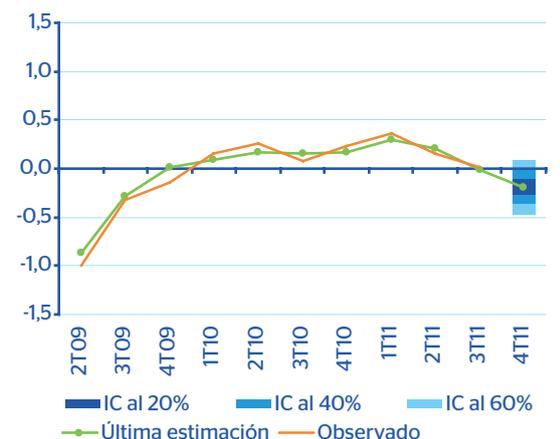
En síntesis, con cerca del 50% de la información referente al cuarto trimestre de 2011 actualmente disponible, la previsión en tiempo real del crecimiento del PIB para ese trimestre se sitúa en el -0,2% t/t según el modelo MICA-BBVA elaborado por BBVA Research, por debajo del que se asume en nuestro escenario central (+0,0% t/t). Como señalamos en la última publicación de nuestra revista trimestral Situación España de principios de noviembre¹, los riesgos a la baja se han incrementado y su probabilidad también ha ido en aumento. La consolidación de escenarios de menor crecimiento durante los próximos trimestres dependerá de las políticas que se implementen tanto a nivel externo como interno.

Gráfico 11
España: previsiones de crecimiento del PIB para 4T11 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (%t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (%t/t)



Previsión actual 2 de diciembre de 2011
Fuente: BBVA Research a partir de INE

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/

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

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.g@bbva.com

Félix Lores

+34 91 374 01 82

felix.lores@bbva.com

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@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@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@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 Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com