

2018-19: una política fiscal más expansiva podría hacer difícil la consecución de los objetivos

Unidad de España y Portugal

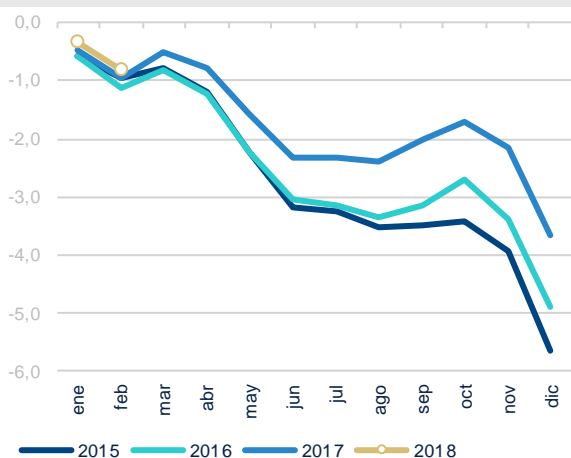
La ejecución presupuestaria de los dos primeros meses de 2018 mejora la observada el año pasado

Las administraciones públicas (excluidas las corporaciones locales) cerraron el mes de febrero de 2018 con un déficit del 0,8% del PIB, situándose algo más de una décima por debajo del registrado en el mismo periodo del año pasado. Mientras que las comunidades autónomas y la administración central presentan una mejor ejecución presupuestaria respecto a febrero de 2017, la Seguridad Social cerró febrero de 2018 manteniendo el superávit del año anterior (véanse los Gráficos 1 y 2).

Esta mejora del saldo público proviene fundamentalmente del buen tono registrado por los ingresos públicos (6,9% a/a), que crecieron por encima de como lo hizo el gasto (3,8% a/a). No obstante, la recaudación tributaria observó cierta moderación respecto al cierre de 2017, debido a un menor crecimiento del gasto nominal sujeto a IVA y a las mayores devoluciones pagadas de la última campaña del impuesto de sociedades. De esta forma, los ingresos por retenciones de trabajo se conforman como uno de los principales fundamentos del crecimiento de la recaudación impositiva. Por su parte, el gasto público aumentó de forma generalizada frente a la estabilización observada en el mismo periodo del año anterior. Destaca por su cuantía las mayores transferencias a otras administraciones, la formación bruta de capital y la aportación nacional al presupuesto de la UE.

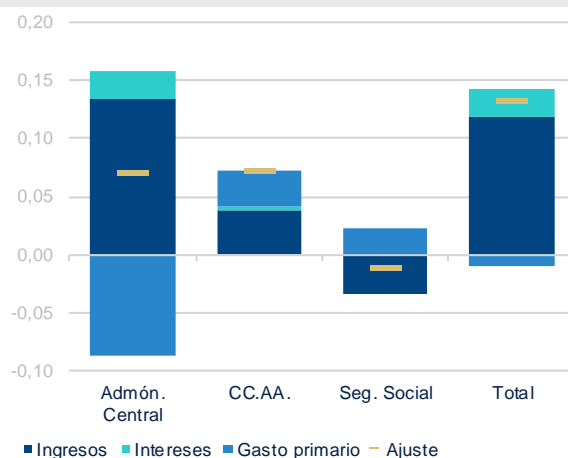
Aunque el dato de febrero no es significativo del comportamiento del conjunto del año, avanza un tono más expansivo de la política fiscal que el registrado el año pasado. En este sentido, y aunque la recuperación económica reportará mayores ingresos, la consecución del objetivo de estabilidad requeriría un mayor control sobre el crecimiento del gasto público, para mantenerlo dentro del límite fiscal impuesto por la regla de gasto (+2,4% a/a).

Gráfico 1 AA.PP.: necesidad de financiación*, excluidas las corporaciones locales (% del PIB)



(*) Excluidas las ayudas al sector financiero.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico 2 AA.PP.: ajuste del saldo no financiero, acumulado a feb-18 respecto al mismo periodo del año anterior (pp del PIB)



Nota: (+) se reduce el déficit por un aumento de los ingresos o una caída del gasto; (-) se incrementa el déficit por una caída de los ingresos o un aumento del gasto.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

La administración central reduce su déficit hasta el 0,9% del PIB

La evolución favorable de los ingresos de la administración central¹ observada hasta febrero de 2018 sostuvo una intensificación del crecimiento del gasto. De esta forma, el incremento de la recaudación del IVA y de los impuestos sobre la renta (IRPF y Sociedades) fue compensado, en parte, por el impulso observado en el gasto de inversión, en las transferencias corrientes a otras administraciones públicas (por los mayores anticipos concedidos a las comunidades²), y en menor medida, en el gasto de funcionamiento.

Por su parte, la ejecución presupuestaria de las cuentas del Estado hasta marzo de 2018 avanza el mantenimiento de la senda expansiva a lo largo de todo el primer trimestre del año. Así, los ingresos del Estado crecieron impulsados por la recuperación de la recaudación tributaria, mientras que el gasto habría retomado la senda de expansión, y registró aumentos en todas sus partidas salvo en el pago de intereses. Como resultado, el Estado cerró marzo de 2018 con un déficit una décima por debajo del observado hasta marzo del año pasado.

La Seguridad Social mantiene la senda observada hasta febrero de 2017, pese a las mayores pensiones

La Seguridad Social cerró el mes de febrero de 2018 con un superávit acumulado del 0,1% del PIB, el mismo nivel que el registrado el año anterior. Los ingresos del sector crecieron impulsados por la recuperación de las cotizaciones sociales, que compensan las menores transferencias recibidas de la administración central. Dicho aumento de las cotizaciones sociales se debió tanto al avance en el número de afiliados, como a la elevación de las bases de cotización.

Por su parte, el gasto aumentó, fundamentalmente, por el mayor pago de pensiones contributivas. Esta evolución se debe tanto al aumento del número de perceptores, como a la elevación de la pensión media, puesto que en términos netos, los nuevos pensionistas se incorporan al sistema con pensiones más elevadas.

Las comunidades autónomas registraron en febrero un déficit semejante al del año pasado

El déficit del conjunto de comunidades autónomas se situó a finales de febrero de 2018 en torno al equilibrio presupuestario, mejorando en una décima el observado en el mismo periodo de 2017 (véase el Gráfico 3). Aunque existe una amplia heterogeneidad entre comunidades, a este buen resultado contribuyeron, en gran medida, los mayores anticipos recibidos a cuenta de la liquidación del sistema de financiación³.

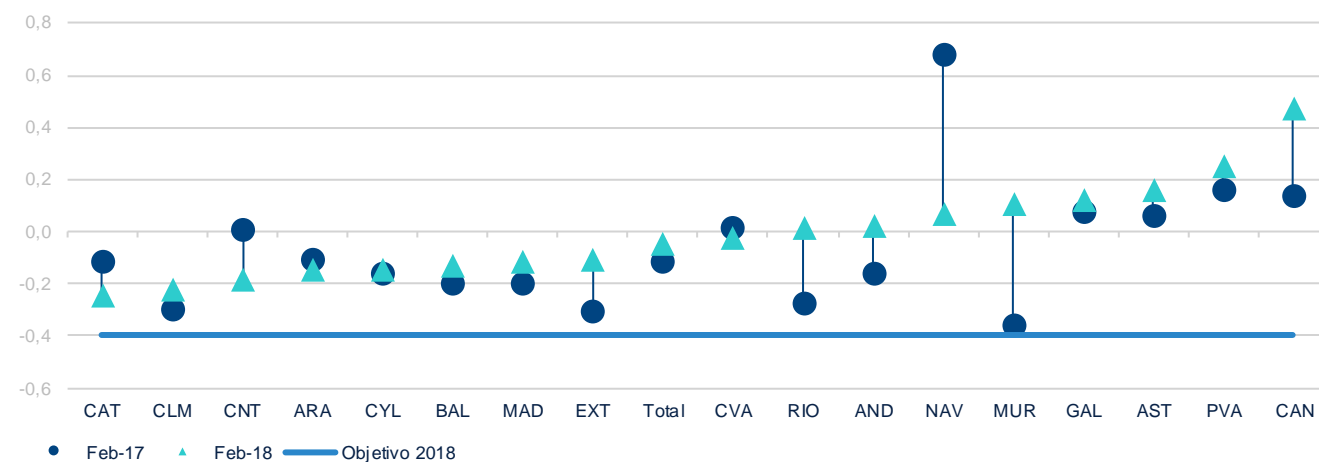
Los ingresos no financieros de las comunidades autónomas crecieron un 6,2% respecto al año anterior, impulsados, además de por los anticipos mencionados, por el dinamismo observado en algunos impuestos de gestión propia, y en particular, en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados en Andalucía, la Comunidad Valenciana y Madrid. Por otro lado, el gasto autonómico volvió a crecer respecto a febrero de 2017, con aumentos generalizados en todas sus partidas, salvo en el gasto en intereses, el cual sigue beneficiándose de las condiciones favorables de las facilidades financieras del Gobierno central a las regiones.

¹ Estado más sus organismos autónomos

² Los anticipos ascienden hasta febrero de 2018 a 577 millones de euros, frente a los 40 millones entregados el año pasado

³ 50 millones de euros para Baleares, 112 millones para Murcia y 415 millones de euros para la Comunidad Valenciana

Gráfico 3 CC.AA.: capacidad / necesidad de financiación acumulada a febrero de 2018 (% del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

El ciclo favorecerá la reducción del déficit público, pero las medidas expansivas anunciadas ponen en riesgo la consecución de los objetivos de estabilidad

Teniendo en cuenta la buena ejecución presupuestaria observada hasta el momento, las previsiones de BBVA Research⁴ sugieren que el ciclo económico volverá a impulsar la recaudación impositiva, apoyada en una recuperación, también cíclica, de las bases imponibles. Igualmente, la mejora del mercado laboral contribuirá positivamente al aumento de los ingresos por cotizaciones sociales a lo largo de 2018. Así, los ingresos públicos se elevarán hasta el 38,2% del PIB este año (tres décimas por encima del cierre de 2017) y hasta el 38,5% en 2019.

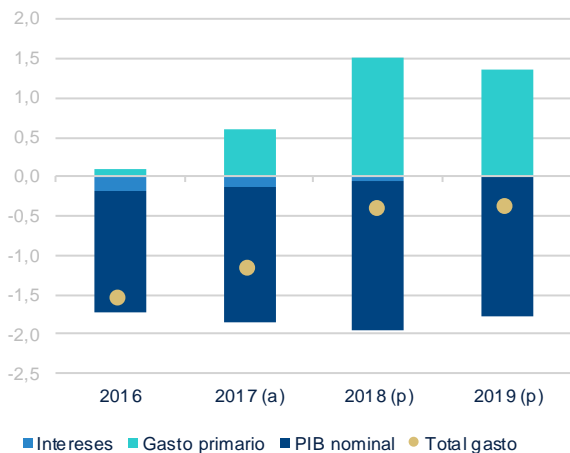
Por el lado del gasto, aunque se espera que siga ajustándose ligeramente en términos de PIB a lo largo de los dos próximos años, dicha disminución provendrá fundamentalmente del aumento del PIB nominal, ya que el margen de reducción del gasto en intereses se ha estrechado (véase el Gráfico 4). De esta forma, el gasto primario crecerá durante el bienio 2018-2019 de forma generalizada en todas las partidas, si bien lo hará con algo más de intensidad en el gasto de inversión, debido a la autorización a las corporaciones locales de reinversión del superávit generado en 2017. Como consecuencia, el gasto público se situará a final de 2019 en torno al 40,2% del PIB, en niveles cercanos a los de comienzos de la crisis (véase el Cuadro 1).

De esta forma, se presume que durante el bienio 2018-2019 el ciclo económico vuelva a corregir el deterioro fiscal por el efecto de los estabilizadores automáticos. En este escenario, el déficit se reduciría hasta situarse en el -2,4% del PIB en 2018 y -1,7% en 2019, algo por encima de los objetivos de estabilidad (-2,2% y -1,3%, respectivamente). De cumplirse estas previsiones, el saldo público ajustado de ciclo se situaría en torno al -2,7% a lo largo del bienio. Si se descuenta el importe del pago por intereses, se estaría registrando un déficit primario estructural en torno al 0,3% del PIB, lo que supone un deterioro estructural de las cuentas públicas de tres décimas en 2018, derivado de las últimas medidas aprobadas⁵, y confiere un tono ligeramente expansivo de la política fiscal (véase el Gráfico 5).

⁴ Las previsiones de BBVA Research presentadas en este informe no incluyen las medidas anunciadas en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2018, ni las contenidas en la reciente actualización del Plan de estabilidad y crecimiento.

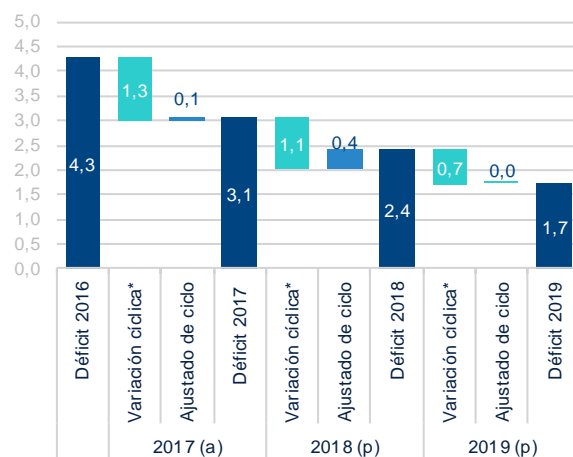
⁵ La aprobación en julio de 2017 de una rebaja del IVA para los espectáculos en vivo y, sobre todo, la posibilidad para reinvertir el superávit de las corporaciones locales en inversiones financieramente sostenibles (Real Decreto-Ley 1/2018, de 23 de marzo).

Gráfico 4 AA.PP.: contribución a la reducción del gasto público* (pp del PIB)



(*) Excluidas las ayudas al sector financiero.
 (a) Avance; (p) Previsiones –no incluyen las medidas del PGE18 ni del PEC 18-21-
 Nota: según las previsiones de gasto y del PIB nominal.
 Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFF

Gráfico 5 AA.PP.: necesidad de financiación* (% del PIB)



(*) Excluidas las ayudas al sector financiero.
 (a) Avance; (p) Previsiones –no incluyen las medidas del PGE18 ni del PEC 18-21-
 Nota: (+) se reduce el déficit por un aumento de los ingresos o una caída del gasto; (-) se incrementa el déficit por una caída de los ingresos o un aumento del gasto.
 Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFF

En este mismo sentido, tanto el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2018 (PGE 2018) como la reciente actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para 2018-2021 apuntan a una política fiscal más expansiva que en los años precedentes. Así, el Gobierno incluye en sus previsiones las medidas contempladas en el proyecto de los PGE 2018, tales como la actualización de los salarios públicos, la subida de las pensiones no contributivas y de las pensiones mínimas, o el aumento del gasto de inversión por la autorización a las haciendas territoriales para reinvertir su superávit. Igualmente, el Gobierno ha contemplado en el PEC el acuerdo de subida de las pensiones alcanzado en el Congreso en el marco del procedimiento de aprobación de los presupuestos (con un coste estimado adicional en 2018 de 1.500 millones de euros); y, como novedad, ha incluido los ingresos de un nuevo impuesto sobre determinados servicios digitales (600 millones en 2018 y 1.500 millones en 2019) para financiar la subida de las pensiones.

Con estas previsiones, el Gobierno apuesta por mantener una ratio de ingresos públicos creciente hasta llegar al 38,7% del PIB en 2021, favorecida por el buen tono del escenario macroeconómico; mientras que el gasto público mantendría una senda decreciente, ayudada por la aplicación de la regla de gasto que sitúa su crecimiento ligeramente por debajo de la evolución del PIB nominal. Como resultado, el Gobierno prevé que el saldo primario ajustado de ciclo crezca hasta el 1% del PIB potencial a finales del periodo de previsión

Si bien la recuperación económica favorecerá la reducción del déficit, el escenario contemplado por el Gobierno es algo optimista. Por un lado, la evolución de los ingresos públicos propuesta resulta algo elevada, sobre todo en el corto plazo, dado el (prudente) escenario macroeconómico utilizado y una sensibilidad de los ingresos al PIB un poco más elevada que la estimada por BBVA Research. Por otro lado, el Gobierno espera un mayor ajuste del gasto, pese a que incluye algunos no contemplados todavía en el escenario de BBVA Research (dado que están supeditados a la aprobación de los PGE 2018). En este contexto, resultan especialmente exigentes las previsiones del Gobierno en relación a la remuneración de asalariados, consumos intermedios y prestaciones sociales.

Todo ello hace que, con la información disponible, parezca difícil que se vayan a cumplir las previsiones de déficit del Gobierno, al menos en el corto plazo. Si bien es cierto que algunas de las medidas anunciadas, tales como el aumento de las pensiones o la reducción del IRPF, pueden tener un elevado efecto multiplicador en la actividad a corto plazo, será difícil que compensen en su totalidad el deterioro estructural en las cuentas públicas resultado de su aprobación.

A medio y largo plazo, el mayor riesgo se centra en el hecho de que algunas de las medidas anunciadas consolidan un gasto mayor. Esto es particularmente relevante en el caso de las subidas de las pensiones. Aunque en 2018 y 2019 el coste de la subida de las pensiones se llegara a compensar con ingresos impositivos adicionales y ahorros en otros desembolsos, el mayor gasto que supone la subida de las pensiones supone una carga adicional para la sostenibilidad del sistema.

En un contexto en el que el déficit es todavía elevado y, sobre todo, con un nivel de deuda pública sobre PIB cercano al 100%, medidas expansivas como las anunciadas imponen una mayor presión a futuro sobre las cuentas públicas. Por el contrario, sería deseable aprovechar los años de dinamismo económico para reducir la deuda, y recuperar margen fiscal para hacer frente a los retos del envejecimiento.

Cuadro 1 AA.PP.: necesidad de financiación, excluidas las ayudas a las instituciones financieras (% del PIB)

	2016	2017(a)	2018 (p)		2019 (p)	
			BBVA Research	Gobierno	BBVA Research	Gobierno
Remuneración de asalariados	10,8	10,6	10,5	10,3	10,4	10,1
Consumos intermedios	5,1	5,0	4,9	4,9	4,9	4,8
Intereses	2,8	2,6	2,4	2,4	2,3	2,3
Prestaciones sociales	15,5	15,3	14,9	15,2	14,7	15,2
De las cuales: desempleo	1,7	1,5	1,3		1,2	
Formación bruta de capital	2,0	2,1	2,3	2,2	2,4	2,1
Otros gastos	5,7	5,5	5,5	5,5	5,5	5,3
Gasto no financiero	42,0	41,0	40,6	40,5	40,2	39,8
Impuestos sobre la producción	11,6	11,6	11,8	11,6	11,8	11,8
Impuestos sobre la renta, la riqueza, etc.	9,9	10,2	10,4	10,4	10,5	10,5
Cotizaciones sociales	12,2	12,3	12,3	12,4	12,3	12,4
Impuestos sobre el capital	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Otros ingresos	3,5	3,3	3,3	3,4	3,3	3,3
Ingresos no financieros	37,7	37,9	38,2	38,3	38,5	38,5
Necesidad de financiación	-4,3	-3,1	-2,4	-2,2	-1,7	-1,3
Objetivo de estabilidad	-4,6	-3,1		-2,2		-1,3

(a) Avance; (p) Previsión –no incluyen las medidas del PGE18 ni del PEC 18-21-.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

Recuadro 1

La recuperación facilitó la consecución del objetivo de estabilidad en 2017**2017: el déficit se redujo 1,2pp hasta el 3,1% del PIB**

A continuación se hace un balance del cierre de las cuentas públicas en 2017, las cuales, tal y como se esperaba, cerraron con un déficit del 3,1% del PIB, excluidas las ayudas al sector financiero⁶. De esta forma, el conjunto de **administraciones públicas españolas cumplió con el objetivo de estabilidad exigido para ese año** (véase el Gráfico R.1).

Por sectores, **la mayor parte del ajuste provino de la administración central**, la cual disminuyó su déficit en 0,6pp hasta situarlo en el 1,9% del PIB, ocho décimas por encima de su objetivo de estabilidad (-1,1%). Las comunidades autónomas cerraron 2017 con un desequilibrio entre ingresos y gastos del 0,3% del PIB, medio punto porcentual por debajo del registrado en 2016, cumpliendo holgadamente su objetivo (-0,7%). Las corporaciones locales, por su parte, volvieron a registrar un superávit del 0,6% del PIB, mejorando nuevamente su objetivo de equilibrio presupuestario. Mientras, la Seguridad Social corrigió su déficit en una décima, hasta el 1,5% del PIB, ligeramente por encima de su objetivo de -1,4%.

La recuperación de la actividad y un aumento contenido del gasto favorecieron la reducción del déficit en 2017

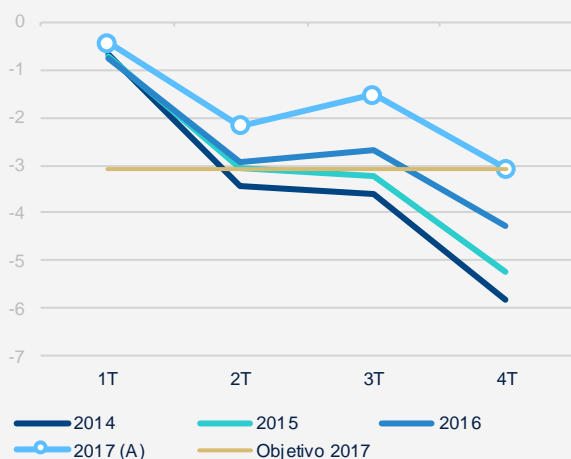
Durante 2017 **el gasto público cayó alrededor de un punto porcentual del PIB respecto a 2016**, situándose en el 41%, **confirmando una caída mayor a la esperada a comienzos del año** (véase el Cuadro R.1)⁷. El ajuste de la ratio de gasto, muy favorecido por el incremento del PIB nominal, fue más intenso de lo previsto en partidas como la remuneración de asalariados, y los otros empleos corrientes. Por el contrario, el impulso al gasto en inversión fue mayor a lo esperado. Por su parte, como en años anteriores, **los ingresos públicos crecieron algo menos de lo previsto** (0,2pp frente a 0,5pp presumido a principios de año) hasta situarse en el 37,9% del PIB, **ya que las modificaciones tributarias de finales del año anterior tuvieron un efecto menor del esperado**. En cambio, las cotizaciones sociales, impulsadas por la recuperación del mercado laboral, aumentaron algo más de lo que se preveía al inicio del año.

Analizando el ajuste fiscal por subsectores, en el Gráfico R.2 puede observarse cómo **la caída del gasto registrada a lo largo de 2017, aunque generalizada, fue más intensa en la administración central**, seguida de la Seguridad Social. Mientras, los ingresos contribuyeron a reducir el déficit público especialmente en las comunidades autónomas, puesto que su crecimiento en el resto de administraciones fue inferior al ritmo de recuperación del PIB nominal.

6: Todo el análisis en este informe se realiza sobre el déficit excluidas las ayudas al sector financiero, que ascendieron en 2017 a 475 millones de euros.

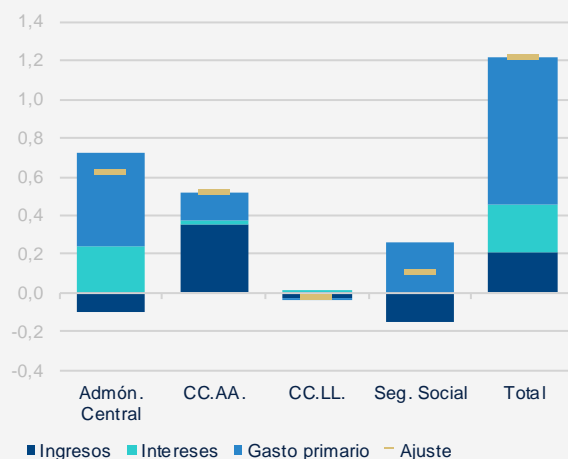
7: BBVA Research (2017), El año comienza con un buen tono de la política fiscal. Disponible en <https://goo.gl/wFtkpy>

Gráfico R.1 AA.PP.: necesidad de financiación*, excluidas las corporaciones locales (% del PIB)



(a) Avance.
 (*) Excluidas las ayudas al sector financiero.
 Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico 2 AA.PP.: variación del saldo no financiero* en 2017, por subsectores (pp del PIB)



Nota: (+) se reduce el déficit por un aumento de los ingresos o una caída del gasto; (-) se incrementa el déficit por una caída de los ingresos o un aumento del gasto.
 Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

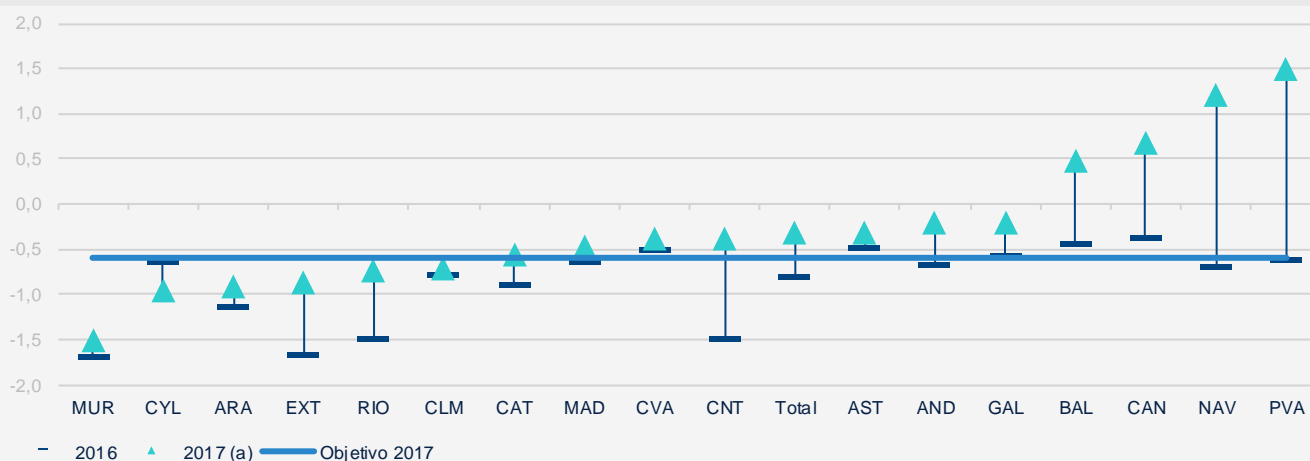
El déficit autonómico se redujo hasta el 0,3% del PIB, cumpliendo holgadamente su objetivo de estabilidad

En conjunto, **el déficit de las comunidades autónomas se redujo** medio punto porcentual hasta situarse en el 0,3% del PIB. Como ocurrió el año anterior, este buen resultado en las cuentas de los gobiernos regionales se debió fundamentalmente al **aumento de los ingresos autonómicos procedentes del sistema de financiación** (que les ha reportado entre las entregas a cuenta y liquidación del sistema algo más de 6.500 millones de euros adicionales). Ello permitió que el gasto autonómico experimentara un aumento moderado, por debajo del ritmo de crecimiento de la actividad, lo que derivó en un ajuste de una décima de la ratio gasto autonómico sobre PIB.

En el Gráfico R.3 puede observarse que **todas las comunidades redujeron su déficit respecto a 2016, salvo Castilla y León** que lo aumentó en 0,3pp debido a una expansión inesperada de su gasto autonómico. Destaca el ajuste de alrededor de un punto del PIB realizado en Cantabria, Baleares, Extremadura y la Comunidad Valenciana, ya que el buen desempeño de País Vasco, Navarra y Canarias está afectado por los ajustes en ingresos derivados de la actualización de sus respectivos sistemas de financiación.

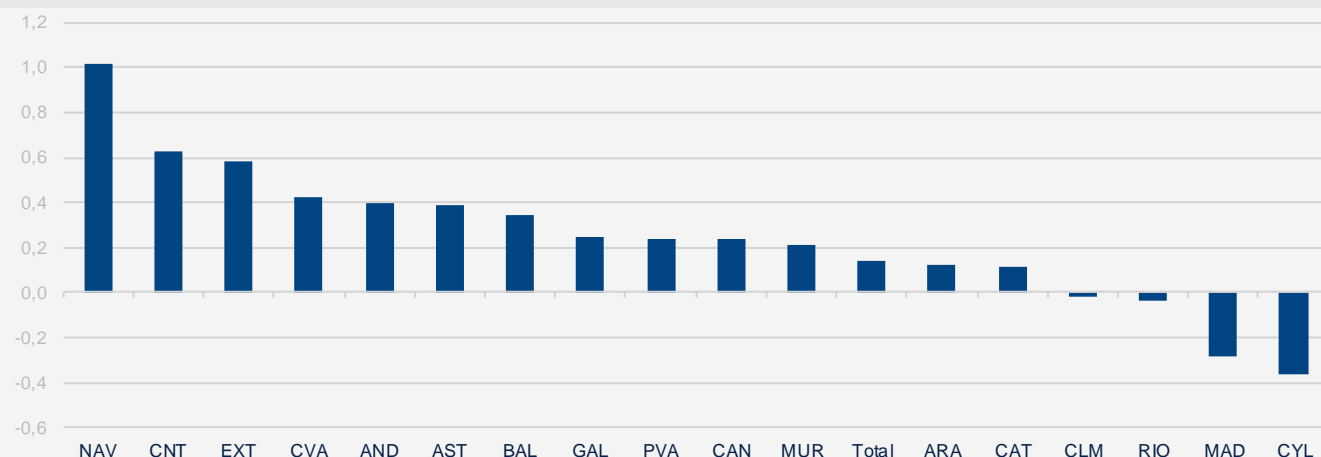
En términos de esfuerzo fiscal, Navarra, Extremadura, Cantabria y Murcia fueron las comunidades que en mayor medida redujeron su gasto primario (véase el Gráfico R.4). Como resultado, **doce de las diecisiete comunidades habrían cumplido con el objetivo de estabilidad**. Nuevamente, Murcia se presenta como la comunidad con mayor déficit, seguida de Castilla y León, Aragón y Extremadura.

Gráfico R.3 CC.AA.: capacidad / necesidad de financiación acumulada en 2017 (% del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico R.4 CC.AA.: ajuste del gasto primario en 2017 (pp del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

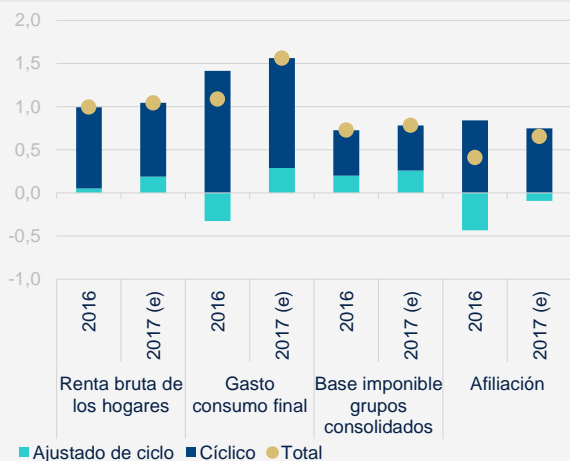
El cierre de 2017 confirma el tono prácticamente neutral de la política fiscal

Las estimaciones de BBVA Research sugieren que durante 2017 el saldo primario ajustado de ciclo⁸ permaneció prácticamente estable en torno al equilibrio presupuestario (véase el Gráfico R.5), lo que viene a confirmar que **el ajuste de 2017 fue exclusivamente cíclico**.

De esta forma, la recuperación económica habría impulsado el crecimiento de las bases imponibles, lo que derivó en un **aumento cíclico de la recaudación tributaria en torno a 1,1pp del PIB potencial**. Dicho crecimiento cíclico habría sido especialmente intenso en los impuestos sobre la renta, en particular en el que recae sobre sociedades. Mientras la recuperación de los impuestos sobre la producción estuvo condicionada también, entre otros, por los cambios normativos introducidos en la gestión del IVA (véanse los Gráficos R.5 y R.6).

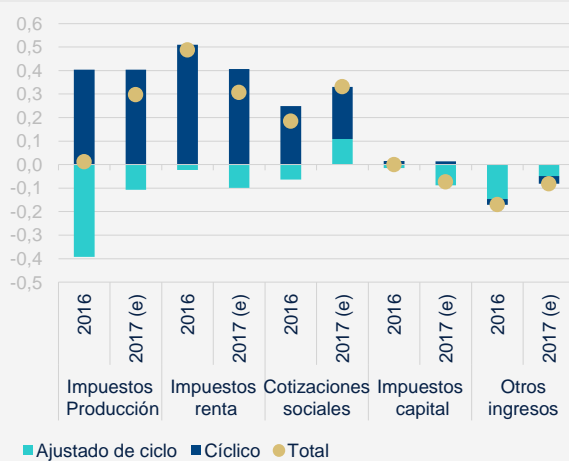
8: En la descomposición del saldo público, el saldo cíclico es aquel asociado a las variaciones cíclicas de la actividad, y el saldo estructural aquél derivado de las decisiones discrecionales o del deterioro permanente de alguno de sus componentes.

Gráfico R.5 AA.PP.: cambios en las bases imponibles (pp del PIB potencial)



(e) Estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico R.6 AA.PP.: variación de los ingresos (pp del PIB potencial)

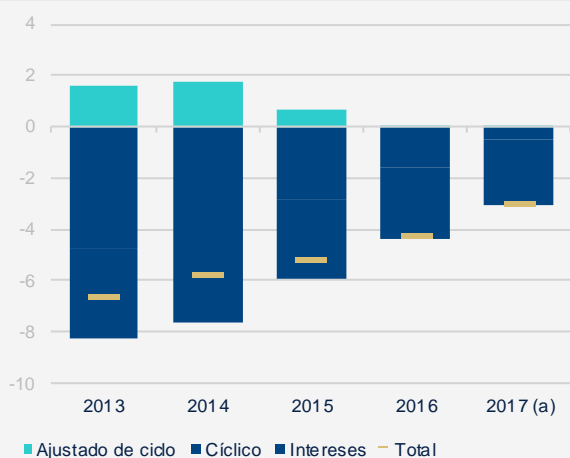


(e) Estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Por su parte, la contribución del ciclo económico a la reducción del gasto público es cada vez menor, y **el ajuste ha vendido fundamentalmente de la reducción de la carga de intereses, y en menor medida, de las políticas de control de la remuneración de asalariados y los consumos intermedios**. Junto a ello, las cifras de 2017 parecen poner freno al ajuste en la formación bruta de capital, aunque se mantiene en niveles históricamente reducidos, inéditos desde finales de los 80.

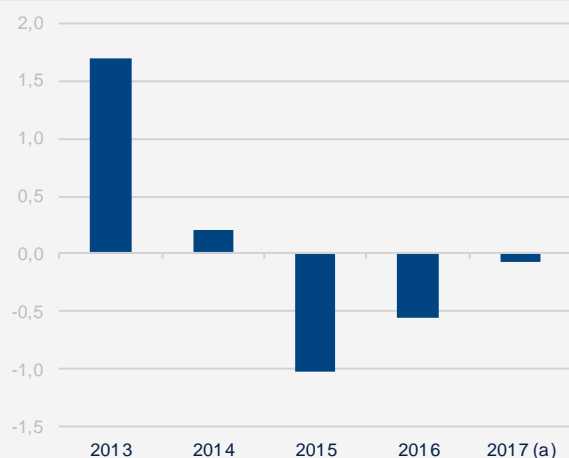
Esta descomposición de los ingresos y gastos en los factores cíclico y estructural permite realizar una valoración de la naturaleza del ajuste fiscal llevado en el último año. Así, las estimaciones de BBVA Research sugieren que se ha ido suavizando el tono expansivo de la política fiscal iniciado en 2015 y se confirma **un tono prácticamente neutral durante 2017** (véanse los Gráficos R.7 y R.8).

Gráfico R.7 AA.PP.: descomposición de la necesidad de financiación (% del PIB)



(a) Avance; (*) Excluidas las ayudas al sector financiero.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico R.8 AA.PP.: impulso fiscal y ciclo económico (pp del PIB potencial)



(a) Avance; (*) Excluidas las ayudas al sector financiero.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Cuadro R.1 AA.PP.: necesidad de financiación, excluidas las ayudas a las instituciones financieras (% del PIB)

	2016	Dato	2017(a)	
			Previsión (abr-17)	
			BBVA Research	Gobierno
Remuneración de asalariados	10,8	10,6	10,8	10,7
Consumos intermedios	5,1	5,0	4,9	4,9
Intereses	2,8	2,6	2,6	2,8
Prestaciones sociales	15,5	15,3	15,3	15,3
De las cuales: desempleo	1,7	1,5	1,5	
Formación bruta de capital	2,0	2,1	2,0	2,0
Otros gastos	5,7	5,5	5,7	5,8
Gasto no financiero	42,0	41,0	41,4	41,5
Impuestos sobre la producción	11,6	11,6	11,8	11,8
Impuestos sobre la renta, la riqueza, etc.	9,9	10,2	10,4	-10,3
Cotizaciones sociales	12,2	12,3	12,2	12,3
Impuestos sobre el capital	0,6	0,5	0,6	-0,5
Otros ingresos	3,5	3,3	3,3	3,5
Ingresos no financieros	37,7	37,9	38,2	38,4
Necesidad de financiación	-4,3	-3,1	-3,1	-3,1
Objetivo de estabilidad	-4,6		-3,1	

(a) Avance.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España). Tel.:+34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax:+34 91 374 30 25 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com