

Observatorio Aragón

Octubre 2011
Análisis Económico

- **Un nivel de desequilibrios similar al conjunto nacional lleva a una evolución similar...** con un potencial similar de recuperación.
- **Tras incumplir el objetivo de déficit en 2010, las dudas sobre el cumplimiento en 2011** redoblan la necesidad de mantener la vigilancia.
- **Desde un punto de vista estructural**, Aragón mantiene la necesidad de continuar el proceso de diversificación de la economía.

Aragón: mayor impacto inicial de la crisis, pero crecimiento similar a la media

Las dificultades por las que pasan las economías europea y española en su conjunto condicionan el comportamiento de la economía aragonesa que, además, comparte con su entorno una serie de rasgos que justifican la coyuntura que actualmente está atravesando. En particular, las dificultades de financiación, que afectan a todos los niveles de gobierno público y también al sector privado, vinculadas a sus elevados niveles de apalancamiento, y que condicionan tanto la capacidad de inversión de empresas y administraciones como la de inversión y consumo de las familias. Adicionalmente, en el caso de la economía española, debe considerarse la tasa de paro, que se observa prácticamente en todas las regiones y supone un freno adicional a la demanda interna.

Además, hay dificultades para reformar la economía de modo que se facilite la recuperación de tasas de crecimiento suficientes para resolver los problemas anteriores, lo que afecta, nuevamente, a prácticamente todos los niveles de gobierno. Todo ello conforma un escenario en el que las posibilidades para España, a corto plazo, se depositan en un mantenimiento o recuperación de la demanda externa, cuya contribución positiva permita compensar la negativa ocasionada por los ajustes que está experimentando la demanda interna. Objetivo, por otra parte, que se estaría poniendo en duda en la actualidad, particularmente si la orientación exterior está dirigida a Europa o Estados Unidos, cuya actividad ha mostrado, en el segundo y tercer trimestres de 2011, síntomas de agotamiento en la incipiente recuperación iniciada a finales de 2010.

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

Los desequilibrios entre Comunidades Autónomas: la posición de Aragón

Atendiendo a los desequilibrios generados durante el periodo de expansión y a los que se han producido en el periodo de crisis, pero también a las posibilidades de recuperación, hay seis factores que permiten conocer cuál es la posición diferencial de las comunidades autónomas respecto de la media española, y detectar en qué medida aquellos factores que actualmente afectan al conjunto de la economía suponen una desventaja relativa hacia una salida más rápida de la crisis.

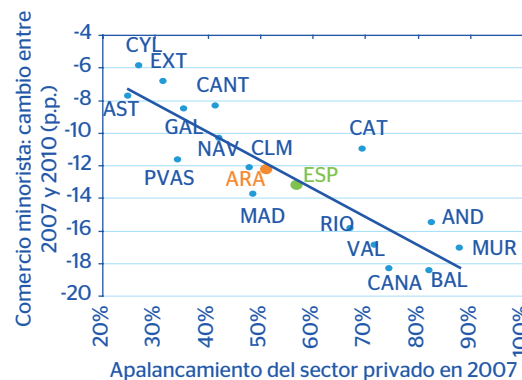
En primer lugar, **el nivel de apalancamiento de la economía, y en particular del sector privado**, que limita la capacidad de reacción de la demanda interna. Dado el encarecimiento de las fuentes de financiación, un menor nivel de endeudamiento supone una ventaja para el crecimiento. Una mayor necesidad de recursos provenientes del exterior, en cambio, limitaría las posibilidades de expansión de la demanda interna. De hecho, una de las cuestiones que se observa a lo largo del periodo de crisis es que en las comunidades autónomas donde se alcanzaron mayores niveles de apalancamiento, se ha producido una mayor caída del consumo, consistente con la necesidad de un proceso de desapalancamiento más duro.

En Aragón, los niveles de apalancamiento alcanzados por el sector privado se situaron, en el pico, sólo a 10 puntos porcentuales por debajo de la media de España, por lo que la caída experimentada en el consumo fue también similar a la media durante el periodo más duro de la crisis. Este comportamiento no ha variado a lo largo del primer semestre de 2011, y las ventas minoristas reflejan una caída, en el primer semestre del -3,7% trimestral y corregido de variaciones estacionales (t/t, CVEC), frente al -3% del conjunto nacional.

En segundo lugar, aunque relacionado con el anterior, destaca el **ajuste inmobiliario, que supone una reducción en la percepción de la riqueza futura y que ha generado la mitad del ajuste en el empleo** en el conjunto de la economía española. En Aragón el impacto del boom inmobiliario

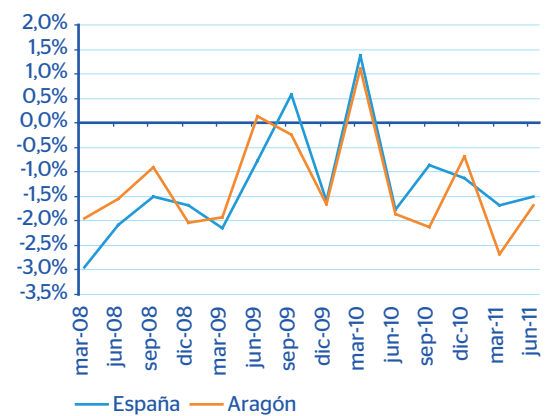
en la fase expansiva puede considerarse mediano respecto al resto de España, como muestra el nivel de sobreoferta que actualmente se observa en su mercado inmobiliario (Gráfico 3). La caída de las compraventas a lo largo de la crisis, no obstante, es algo menor que la media, lo que se ha visto posibilitado por la rápida reacción de los precios, aunque existen limitaciones que justifican la lentitud del ajuste en el sector: una parte no desdeñable de la sobreoferta está orientada a mercados de segunda residencia de invierno, por lo que su venta depende en gran parte de la existencia de compradores con un alto grado de confianza y abundante liquidez (el apalancamiento en operaciones de segunda residencia es tradicionalmente menor que en las de primera).

Gráfico 1
Impacto del apalancamiento en el sector privado



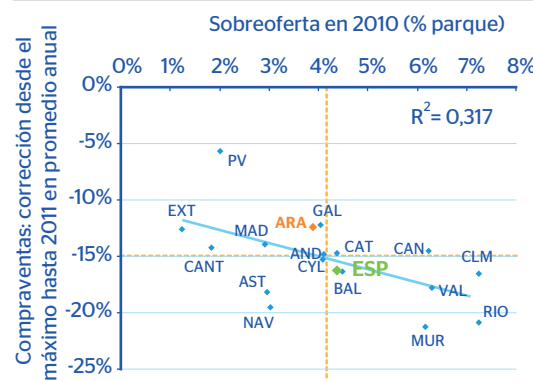
Fuente: INE, Banco de España y BBVA Research

Gráfico 2
Índice de comercio minorista (t/t, CVEC)



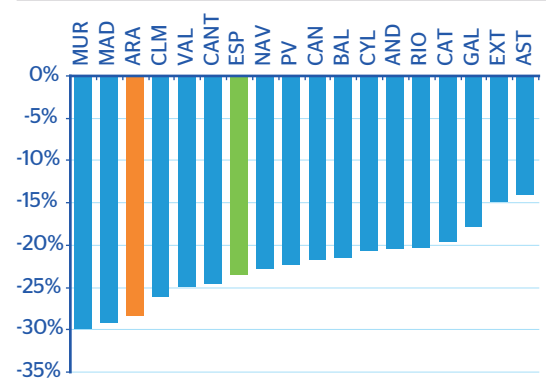
Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 3
Ajuste en las compraventas de vivienda y sobreoferta



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

Gráfico 4
Corrección del precio de la vivienda desde el máximo hasta 2T11



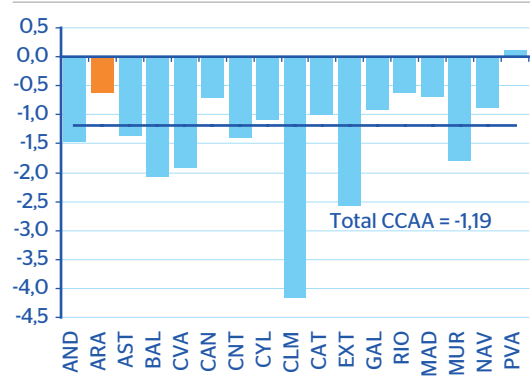
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

En tercer lugar, pero en la misma línea que el impacto del apalancamiento privado, **la posición deudora del sector público, y la necesidad de realizar esfuerzos diferenciales en la consolidación del déficit** suponen también un impacto diferencial sobre la demanda interna, que se produce tanto a través del consumo y la inversión pública como, indirectamente, a través del consumo privado, dada la mayor necesidad de reducir las transferencias a otros sectores residentes en la comunidad. En este aspecto, la posición de Aragón puede considerarse relativamente ventajosa en términos de deuda (10,1% del PIB en 2010, frente al 12,4% de media). No obstante, en 2010 Aragón fue una de las comunidades que incumplió el objetivo de déficit autonómico. Para 2011, los datos del primer semestre muestran una buena posición relativa de

Aragón, aunque el propio Gobierno de Aragón ya ha situado el déficit a fin de año en el 2,7% del PIB regional, claramente por encima del objetivo (1,3%). Los retrasos en el ajuste, como ya se está observando en otras comunidades, implican necesariamente ajustes más duros en el futuro, además de un empeoramiento de la credibilidad del proceso de consolidación fiscal de la economía española que puede suponer costes añadidos. Es por ello, perentorio que la reducción del déficit público continúe según el programa establecido.

Gráfico 5

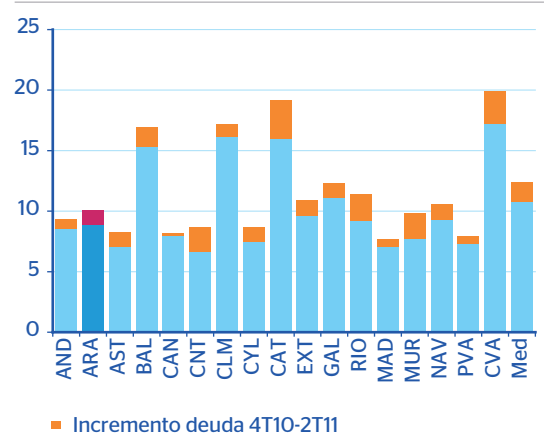
CC.AA.: saldo no financiero acumulado hasta 2T11 (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 6

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

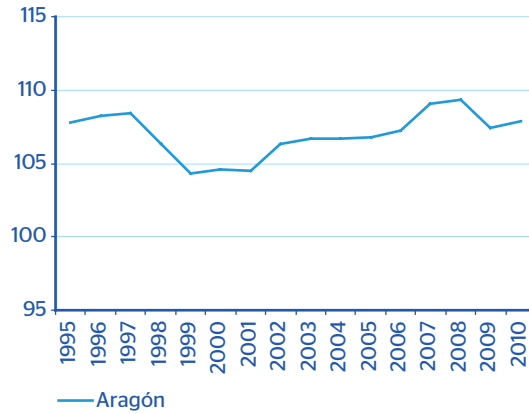


Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

En cuarto lugar, un aspecto que puede condicionar la demanda interna es el **PIB per cápita relativo de la comunidad**. Los mecanismos de solidaridad interna del sector público conllevan que aquellas comunidades con menores niveles de renta reciben mayores flujos, por lo que una política de consolidación fiscal podría afectarlas de un modo diferencial. La posición de Aragón, cuyo PIB per cápita ha oscilado entre el 105 y el 109% de la media española, permite considerar que, por esta vía, tampoco se observaría una situación de riesgo.

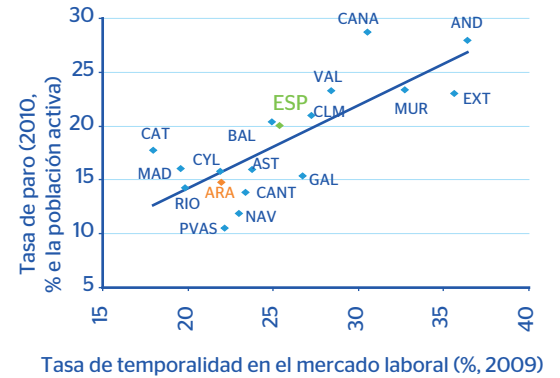
En quinto lugar, para la recuperación a medio y corto plazo de la demanda interna un factor determinante es **la tasa de paro regional**. Y en este caso, sí se observan factores diferenciales. En los últimos 20 años, la tasa de paro de Aragón se ha situado sistemáticamente por debajo de la media española, y de acuerdo con los últimos datos, el paro en Aragón era 3,6pp. inferior a la media española. Así, aunque el desempleo en Aragón es también uno de los principales problemas, no debe suponer un elemento diferencial frente a la media de comportamiento de las distintas regiones. Parte de esta ventaja se explica por la especialización productiva y la composición del mercado laboral. Efectivamente, la orientación industrial (frente al peso de los servicios, especialmente turísticos, en otras comunidades) configura un mercado laboral con una tasa de temporalidad más reducida, que redundaría en una menor tendencia a que los ajustes de actividad se trasladaran directamente a la tasa de paro. Además, las pérdidas de renta que puedan producirse como consecuencia del agotamiento de la percepción de prestaciones por desempleo, podrían verse parcialmente compensadas relativamente al resto de España debido a la menor temporalidad. En particular, los mayores periodos de cotización del trabajador permitirían también, coberturas de las prestaciones por desempleo más elevadas y por más tiempo, lo que redundaría en un menor impacto en la renta de las familias.

Gráfico 7
PIB per cápita relativo: España= 100



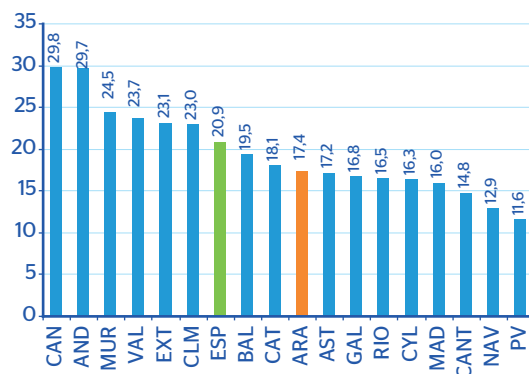
Fuente: INE

Gráfico 8
Temporalidad y paro



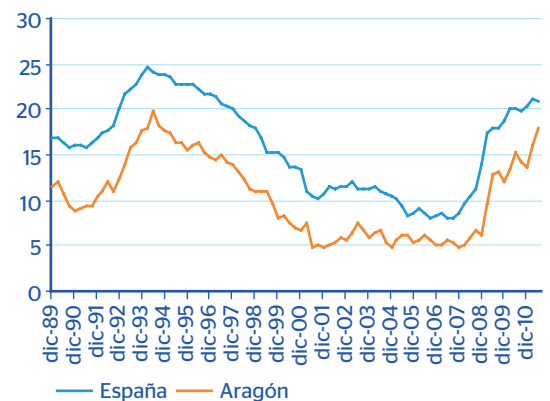
Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 9
Tasa de paro por CC.AA. (2T11, % población activa)



Fuente: BBVA Research a partir INE

Gráfico 10
Aragón y España: Tasa de paro (% población activa)



Fuente: INE y BBVA Research

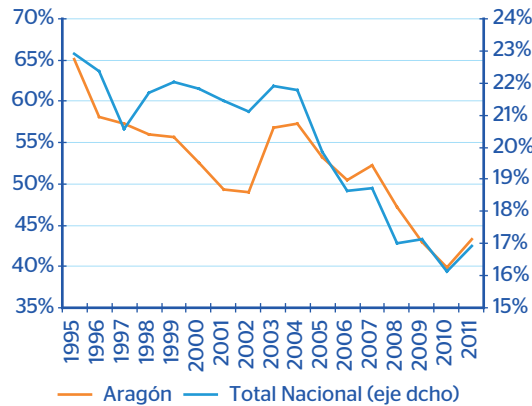
En sexto lugar, **la estructura sectorial, potencia y orientación geográfica del sector exterior** condiciona también la capacidad de recuperación tras la crisis. Una mayor orientación hacia mercados emergentes (que son los que ahora crecen más), la especialización en productos con mayor valor añadido o un saldo estructural en el comercio de bienes y servicios más favorable implica que el sector exterior es capaz de ofrecer una mayor contribución positiva al crecimiento del PIB, compensando en mayor medida el efecto de aquellos factores comunes a otras comunidades que frenan la demanda interna.

En este sentido, la comunidad aragonesa muestra una clara concentración de la actividad. La mayoría de la actividad industrial se sitúa en el entorno de la ciudad de Zaragoza y la Ribera Alta del Ebro, con una clara especialización en el sector del automóvil, y el turismo de invierno, por razones obvias, se localiza en el Pirineo oscense. Ciertamente, y como también ocurre en el conjunto de España, el peso relativo del sector del automóvil viene reduciéndose de manera importante y está ya lejos de las cifras de mediados de los años 90, pero en la actualidad aún más del 40% de las exportaciones de Aragón siguen siendo del sector automóvil, más que duplicando la tasa española.

Pese a esta fuerte concentración, la composición sectorial de las exportaciones aragonesas se ha transformado sustancialmente en los últimos quince años. La reducción de 20 p.p. en la cuota del sector del automóvil ha ido acompañada de un incremento de las exportaciones de semi-manufacturas, cuyo peso se ha más que duplicado, al pasar del 8% al 18% de las exportaciones de la región, y, el sector de bienes de equipo ha ganado peso de manera progresiva, pasando del 12% al 16%, como lo ha hecho, en menor medida, el sector alimentario. Todo ello ha contribuido a

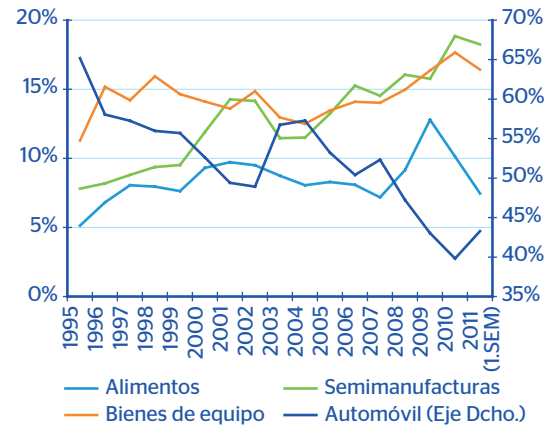
una mayor diversificación sectorial de las exportaciones aragonesas. Con todo, el fuerte peso del automóvil condicionó la entrada de Aragón en la crisis, dando lugar a una caída más brusca del PIB en 2009 que en otras CC.AA.

Gráfico 11
Peso del automóvil en el total de exportaciones



Fuente: Datacomex y BBVA Research

Gráfico 12
Exportaciones aragonesas por sector económico

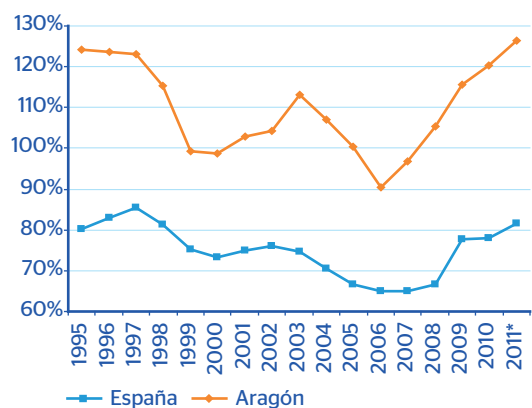


Fuente: Datacomex y BBVA Research

A pesar de la falta de diversificación, Aragón ha sido, tradicionalmente, una comunidad exportadora neta. Los años de la expansión de la economía española debilitan ligeramente la posición, lo que se ve apoyado por el fuerte incremento de la demanda interna. No obstante, cabe resaltar que la diversificación del sector aragonés no ha supuesto una pérdida de esta capacidad exportadora. Así, Aragón ha recuperado, en los últimos años, la balanza comercial fuertemente superavitaria, lo que supone una de las claras diferencias con el conjunto de la economía española y la sitúa en una posición relativamente ventajosa para aprovechar una eventual recuperación de los mercados europeos, cuyo peso como destino se mantiene prácticamente estable en torno a los dos tercios.

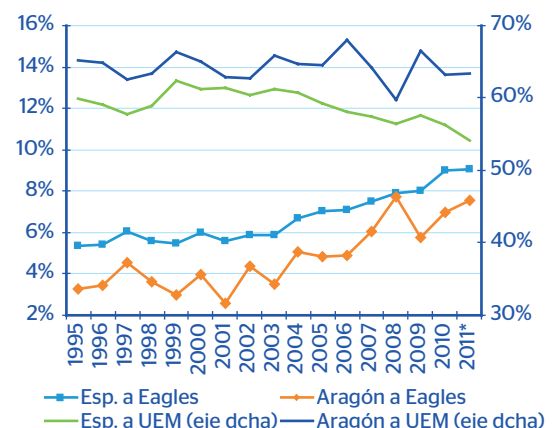
El comportamiento de Aragón, por tanto, podría considerarse claramente diferenciado del de otras comunidades exportadoras, ya que mientras éstas han optado por abrir nuevos mercados para sus productos, Aragón está diversificando su producción exportadora, pero hacia los mismos mercados a los que se ha dirigido en el pasado. Hasta ahora, la estrategia puede considerarse un éxito, como prueba la tasa de cobertura del sector exterior, si bien la mayor orientación hacia Europa supone un riesgo adicional en momentos de serias dudas sobre la evolución futura de la UEM.

Gráfico 13
Cobertura de las exportaciones de bienes (Exportaciones/Importaciones)



* Acumulado enero- julio 2011
Fuente: Datacomex

Gráfico 14
Exportaciones de bienes a Eagles y UEM. % sobre el total

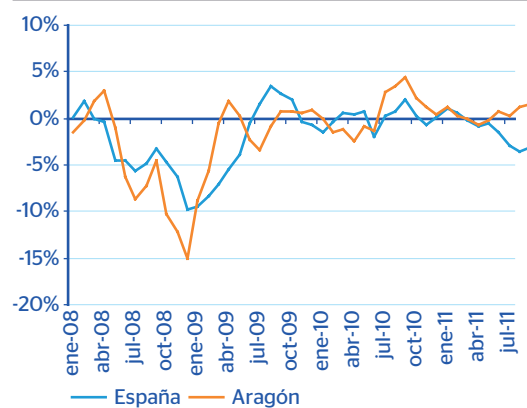


* Acumulado enero- julio 2011
Fuente: Datacomex y BBVA Research

Los últimos datos disponibles muestran, en este sentido, el positivo impacto que se obtiene a través de la internacionalización de la economía aragonesa. Desde mayo, el IPI (corregido de estacionalidad) muestra cifras positivas (frente a la recaída del conjunto de España) que se apoyan en el buen comportamiento relativo de los bienes de equipo y, en la entrada del verano, también de los bienes de consumo duradero. La actividad en el sector servicios, en cambio se mantiene en una clara atonía, acorde con la debilidad de la demanda interna por todos los factores anteriormente expuestos, pero sin experimentar las recaídas que se observan en otras comunidades, en las que las amenazas de consolidación fiscal (más teóricas que reales) están afectando al comportamiento de la demanda interna.

Gráfico 15

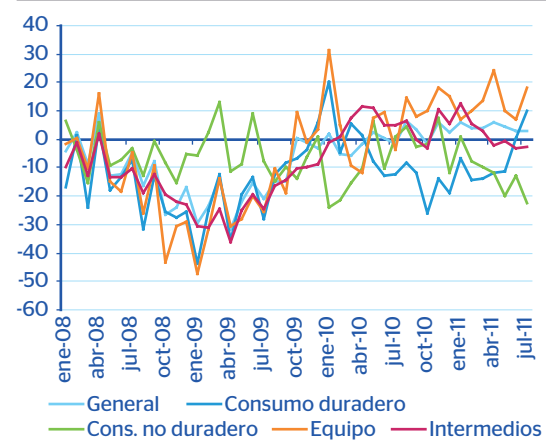
Índice de producción industrial: crecimiento trimestral, datos CVEC



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 16

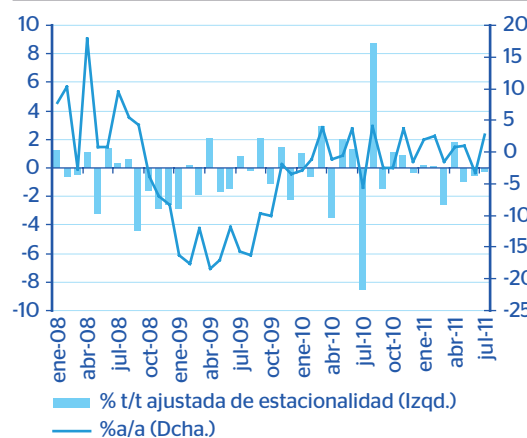
Aragón: IPI por componentes (a/a, %)



Fuente: INE

Gráfico 17

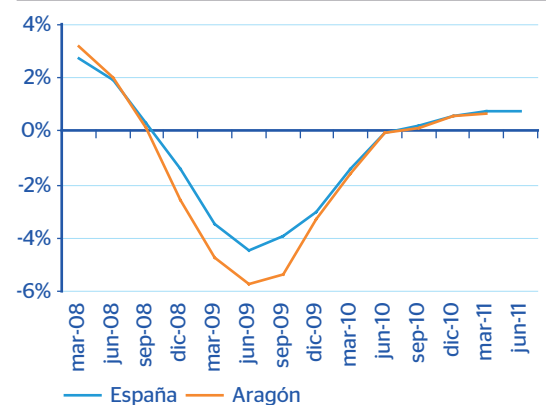
Aragón: Índice de actividad del sector servicios



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 18

Aragón y España: evolución del PIB (a/a)



Fuente: DGA, INE y BBVA Research

Entre las comunidades españolas, Aragón es un **caso aislado cuando se analiza el mercado turístico**, ya que esta actividad muestra relativamente poca estacionalidad, incluso teniendo en cuenta que el motor turístico principal, el esquí, es claramente estacional. En el turismo de invierno, las estaciones oscenses y turolenses absorben más del 30% de los esquiadores de España. Ello contribuye a la actividad económica en zonas rurales de montaña, menos densamente pobladas, así como a diversificar geográficamente la actividad económica en una comunidad con un importante peso relativo de Zaragoza. El turismo de esquí en Aragón presenta

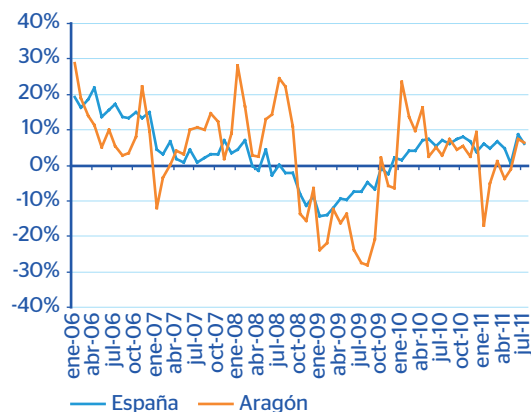
una cifra de 10.000-14.000 esquiadores por día, pero con una marcada estacionalidad dentro de la temporada, ya que el 50% de los días concentran el 80% de la actividad, siendo los periodos punta los fines de semana, que concentran el 40-45% de esquiadores, así como durante la festividad de la Constitución y la navidad.

Es importante, no obstante, notar que en los periodos punta se alcanzan niveles cercanos a la saturación en las estaciones, lo que conduce a dos cuestiones: la primera, que aunque puedan existir cuellos de botella en las infraestructuras de acceso o en las hoteleras, la limitación al crecimiento de actividad en días punta viene dada por otros factores de más difícil solución (la ampliación de las estaciones de esquí). La segunda, que al predominar el cliente nacional en las estaciones del pirineo aragonés, y con la estructura de vacaciones existente en España, es difícil que pueda repartirse mejor la asistencia de los esquiadores, por tanto, deben buscarse en otros mercados exteriores, como ya hacen otras estaciones del Pirineo cuya afluencia de extranjeros es mayor. De hecho, la proporción de pernoctaciones hoteleras de extranjeros en Aragón (un 15%) es de las más bajas de España (cuya media se sitúa prácticamente en el 45%, aunque estos datos incluyen el turismo de verano).

La dependencia del turismo doméstico, tiene por otra parte, las limitaciones que se observan también en otras comunidades donde predomina la dependencia del turismo nacional. En momentos como el actual, con la demanda doméstica deprimida, las zonas turísticas que están repuntando son aquellas con mayor orientación al turismo exterior (Canarias, Baleares y Cataluña), mientras que las orientadas al turismo doméstico ven cómo el sector se mantiene todavía muy cerca de la estabilización, dado el recorte en el consumo de las familias españolas. De hecho, la caída interanual de las pernoctaciones entre enero y julio es del 3,9% en Aragón, frente a un incremento del 8,7% en España.

Nótese, además, que este comportamiento diferencial no parece achacable a mejores infraestructuras de acceso (la distancia a aeropuertos de las estaciones de esquí catalanas o andorranas y la capacidad de las infraestructuras viarias con mayor predicamento entre los visitantes es similar a la de las aragonesas, y las conexiones ferroviarias son inexistentes), por lo que posiblemente otros factores puedan estar incidiendo en esta desventaja comparativa. Así pues, la captación de demanda externa, también en el comercio de servicios y, en concreto, en el turismo, se convierte en la vía alternativa de crecimiento y consolidación del empleo turístico, para lo que puede ser necesario la creación de alianzas con otros operadores del sector tanto a nivel nacional como internacional, para ofrecer paquetes competitivos basados en el esquí en Aragón. La limitada competitividad que, por ahora, ofrece el turismo aragonés¹ pone de relieve la existencia de posibilidades de mejora relevantes en un sector que supone en torno al 20% del PIB en la provincia de Huesca, y cuyo papel tractor puede favorecer, además la explotación turística del patrimonio cultural, y el turismo gastronómico.

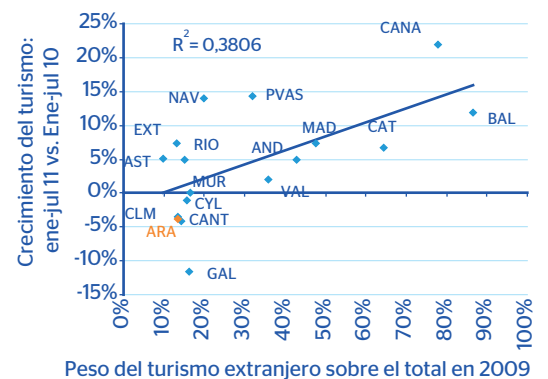
Gráfico 19
Entrada de viajeros (a/a, CVEC)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 20

Pernoctaciones en hoteles: peso del turismo extranjero y crecimiento del total



Fuente: INE y BBVA Research

1: http://www.exceltur.org/excel01/contenido/portal/files/informe_monitor2010.pdf

Cuadro 1

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

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

Fuente: BBVA Research

Aragón: retos de medio plazo

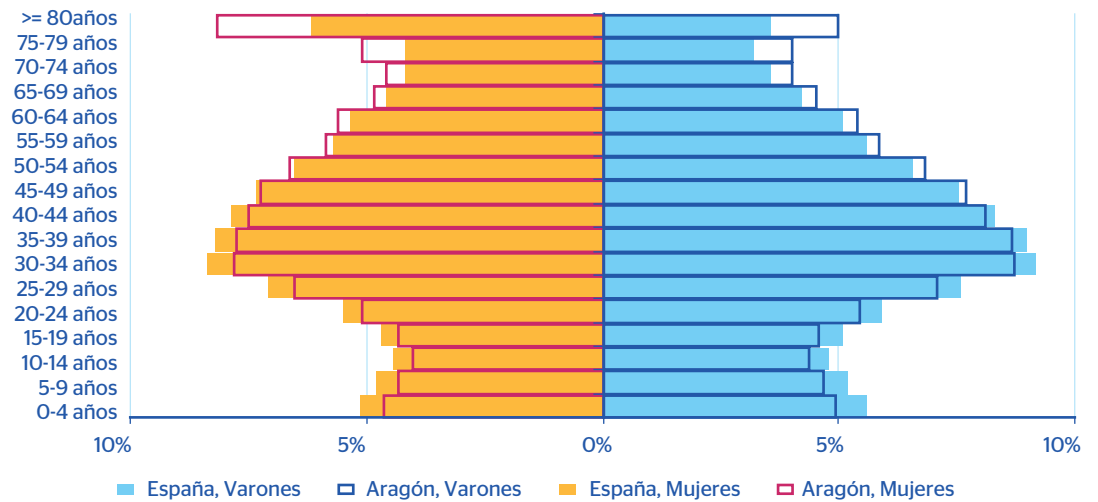
Los seis factores presentados, en resumen, no plantean un diferencial de comportamiento relevante para la economía aragonesa, con la excepción del sector exterior, que al tener un enfoque particular en Europa (y en España en el caso de los servicios turísticos) puede ralentizar la recuperación a la vista de las previsiones de comportamiento de los mercados europeos.

A más largo plazo, el potencial de la economía aragonesa se ve afectada por otros factores: la demografía, la educación y las posibilidades de absorción de la I+D o el desarrollo de la misma.

La pirámide demográfica de Aragón muestra uno de los riesgos a los que se enfrenta a largo plazo su economía. Situada a medio camino entre el envejecimiento importante de las comunidades situadas más al Norte de España y el rejuvenecimiento observado en las comunidades del sur como consecuencia del proceso migratorio reciente, Aragón entró relativamente tarde en el proceso de atracción de inmigración, aunque la baja tasa de paro en términos comparativos y la especialización industrial pudieran haber sido un escenario que, potencialmente, ofreciera un fuerte atractivo. Adicionalmente, Aragón ha continuado experimentando, incluso a lo largo de la última década, una cierta emigración de nacionales, que se desplazaban hacia otras comunidades más dinámicas en busca de empleo (particularmente hacia Madrid y Cataluña), lo que ha dado lugar, finalmente, a un crecimiento menor de la población: entre 2002 y 2010, la población de Aragón se incrementó en un 9,1%, frente al 12,4% del total nacional. Como consecuencia la pirámide poblacional aragonesa presenta un perfil claramente más envejecido que la pirámide española, con una proporción menor de habitantes en todos los tramos por debajo de los 44 años de edad (y con un efecto más acusado en los varones). En el aspecto demográfico, la población aragonesa con edad superior a los 50 años es relativamente más abundante que en el caso de España, especialmente en los tramos de mayor edad. Ello se ve reforzado porque Aragón no se encuentra entre las comunidades en las que se produce una fuerte movilidad residencial. Así, la estadística de variaciones residenciales publicada por el INE muestra que los saldos de migración de Aragón con otras comunidades autónomas son muy bajos entre 2000 y 2008, mientras que en 2009 y 2010, la crisis y algunos expedientes de regulación de empleo que hayan dado lugar a prejubilaciones habrían conducido a un saldo negativo para Aragón de 2.000 y 1.650 personas, respectivamente, en 2009 y 2010.

Gráfico 21

Pirámide poblacional relativa: Aragón y España (1 de enero de 2010)



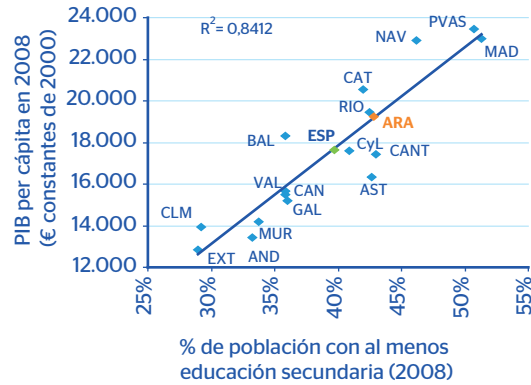
Fuente: INE y BBVA Research

Incluso con estos condicionantes demográficos, que dificultan el crecimiento potencial de la economía, Aragón se sitúa en una buena posición relativa en términos educativos, con un porcentaje de población con al menos educación secundaria que supera a la media nacional, lo que explica, en buena parte, la capacidad de mantener un PIB por encima de la media nacional. La localización de las principales sedes empresariales en otras ciudades, con ventaja para la atracción de esfuerzos públicos en I+D, o las dificultades para competir con los tres principales focos de investigación en España (Madrid, País Vasco y Cataluña, todos ellos equidistantes de Zaragoza) podrían explicar, en cambio, que el esfuerzo en I+D no se corresponda con el nivel de PIB. En teoría, ello supone un riesgo de menor crecimiento potencial, dada la capacidad de arrastre que se deriva de éste sector. Aunque hay vías para poder compensar esta situación que quizás deberían ser explotadas. La primera es el proyecto de ley autonómica para hacer converger las ayudas a la innovación en un único canal, lo que podría contribuir a un mejor aprovechamiento de las ayudas públicas a la innovación. Pero otra vía a considerar es la posibilidad de potenciar los mecanismos de aprovechamiento de la investigación realizada en lugares del entorno. Así, de acuerdo con estudios realizados por BBVA Research, los efectos spillover de la I+D en España alcanzaban a unos 500 kms², mientras que Aragón (y en particular, Zaragoza) se sitúa a unos 300 kms. de los principales centros de investigación de España. La mejora de infraestructuras experimentada en los últimos años (y en particular, el tren de alta velocidad) junto a la posición creciente de Zaragoza como centro logístico podrían haber incrementado estos rendimientos para Aragón, por lo que una potenciación del aprovechamiento privado de la inversión realizada en otras comunidades podría tener incluso mayores efectos que la potenciación de la I+D propia.

2: Ver Situació Catalunya, juliol 2002. http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/0207_SituacioCatalunya_07_tcm346-176482.pdf?ts=2992011

Gráfico 22

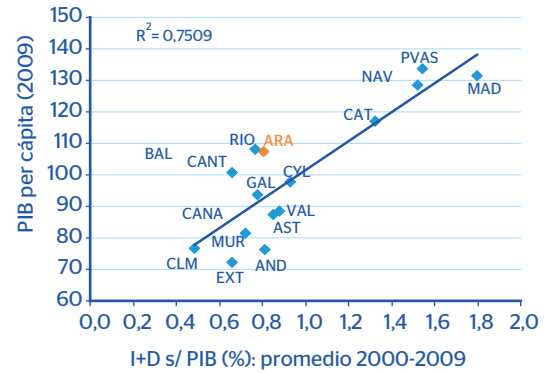
Educación y PIB per cápita



Fuente: INE, Ángel de la Fuente y BBVA Research

Gráfico 23

Investigación y Desarrollo



Fuente: INE y BBVA Research

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

Gráfico 24

Crecimiento del PIB (a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número O182.

BBVA Research España:

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

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

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

Juan Ramón García
+34 91 374 33 39
juanramongj@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
Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hk

India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

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

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

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

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

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

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

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

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

Interesados dirigirse a:

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