

# Observatorio Económico

## España

Madrid, 4 de enero de 2012  
Análisis Económico

Unidad de España

## 2011 se despidió con una caída del PIB en el cuarto trimestre y un crecimiento anual promedio del 0,7%

- **La información conocida del cuarto trimestre de 2011 anticipa una contracción de la actividad económica**

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 entre el -0,1% y el -0,2%, confirmando el empeoramiento de las expectativas de crecimiento iniciada en el 2T11.

- **Los indicadores de consumo e inversión sugieren un deterioro de la demanda interna**

La demanda doméstica se ha visto afectada por el clima de incertidumbre, el proceso de consolidación fiscal y la persistencia de las tensiones financieras, particularmente en Europa. En particular, la aceleración del ritmo de destrucción de empleo durante el 4T11 sesgó a la baja el gasto en consumo de los hogares, mientras que la reducción del IVA no evitó que la demanda de vivienda se mantuviera en mínimos históricos.

- **Los datos de la balanza comercial de octubre adelantan una ralentización del ritmo exportador de la economía durante el último trimestre del año**

La moderación del crecimiento de las economías desarrolladas, la caída de las confianzas de consumidores y empresas de nuestros principales socios comerciales y el incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales han continuado aumentando los riesgos a la baja.

- **La significativa desviación anunciada, cercana a 2pp del PIB, respecto al objetivo de déficit público en 2011 supone una mala noticia para el proceso comprometido de consolidación fiscal y obliga a adoptar ajustes adicionales a los previstos**

La determinación del Gobierno en la rápida corrección de esta desviación es bienvenida y totalmente necesaria para evitar una pérdida de confianza por parte de los mercados financieros internacionales. De haberse cumplido el objetivo de 2011, en 2012 únicamente el Estado debería haber realizado una reducción del déficit del 1,5% del PIB. Con la desviación anunciada serán necesarias medidas adicionales, que recaerán principalmente en las comunidades autónomas y tendrán efectos sobre el crecimiento de la demanda interna de 2012, como probablemente ocurrirá con nuestra revisión del escenario económico prevista en la revista Situación España del próximo mes de febrero.

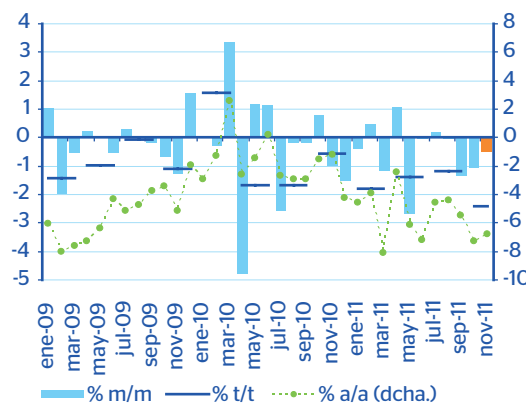
### El gasto en consumo se deterioró en 4T11

Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes y el efecto calendario (cvec), las ventas reales del comercio minorista disminuyeron en noviembre un 0,5% m/m frente a una previsión de estancamiento. Todos los productos, excepto los de equipo personal (vestido, calzado, cosméticos, etc.), contribuyeron negativamente a la evolución del indicador. Dada la disminución registrada en octubre y si diciembre se comporta en línea con lo previsto, las ventas del comercio al por menor acelerarán su ritmo de caída en 4T11 hasta el -2,4% t/t cvec.

Por su parte, la demanda de turismos también se redujo durante el 4T11, si bien las cifras positivas de noviembre (1,4% m/m cvec) y diciembre (0,5% m/m cvec) dieron lugar a una ralentización de su ritmo de deterioro. Así, el número de turismos matriculados cayó un 2,1% t/t CVEC entre septiembre y diciembre frente a una reducción del 6,5% t/t en 3T11. El aumento de la demanda de compañías alquiladoras (en noviembre) y de empresas (en octubre y diciembre) fue insuficiente para compensar la disminución persistente de las compras de particulares durante el 4T11.

Gráfico 1

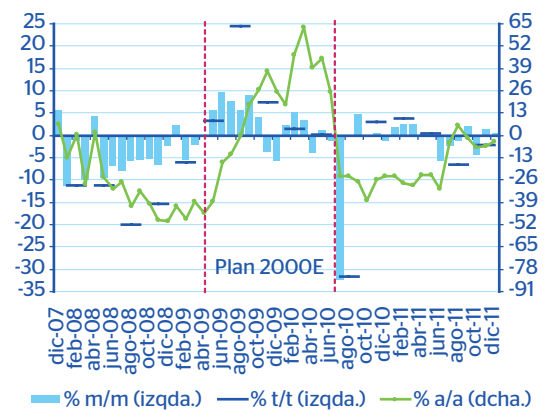
**España: comercio al por menor (Precios constantes. Datos CVEC)**



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 actividad del mercado inmobiliario sigue anclada en mínimos históricos

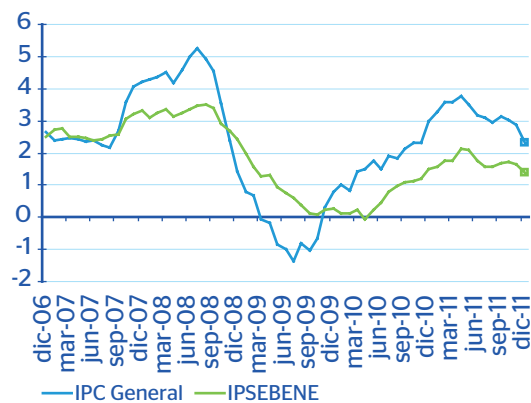
Aunque durante el mes de octubre la contracción de las compras -del 0,7% m/m cvec- fue menor que la de los dos meses anteriores, la demanda de vivienda sigue sin mostrar síntomas claros de recuperación. De este modo, las adquisiciones de viviendas en el mes de octubre se mantuvieron en mínimos históricos y continuaron estando condicionadas por la persistencia de las tensiones financieras, la debilidad de la economía y la incertidumbre fiscal en torno a la vivienda. Dado el contexto económico del último trimestre del año la reducción del IVA no está teniendo un gran efecto sobre la demanda. De hecho, así lo recoge la actividad hipotecaria: la consecución de hipotecas sobre viviendas registró una caída del 7,0% m/m cvec en octubre. Por su parte, la actividad constructora experimentó un nuevo retroceso; ya que durante el mes de octubre se firmaron 5,9 miles de visados de construcción de vivienda de obra nueva, lo que supone una caída del 21,7% m/m cvec, una contracción que también se observó en las obras de rehabilitación, cuyos visados descendieron un 6,0% m/m cvec.

## El indicador adelantado del IPC señaló una significativa desaceleración de la inflación anual en diciembre

La inflación anual se habría desacelerado 0,5 puntos porcentuales (pp) hasta el 2,4% a/a según el indicador adelantado del IPC<sup>1</sup>. Nuestras previsiones sugieren que detrás de esta ralentización se encontraría, fundamentalmente, la moderación del crecimiento en el precio de la energía, pero también el menor crecimiento de los precios de los alimentos elaborados, mientras que la inflación de los servicios y la de los bienes industriales no energéticos se habrían mantenido relativamente estables. Como resultado, nuestra estimación central apunta a una desaceleración de la inflación subyacente de alrededor de 0,3pp hasta el 1,4% a/a.

Gráfico 3

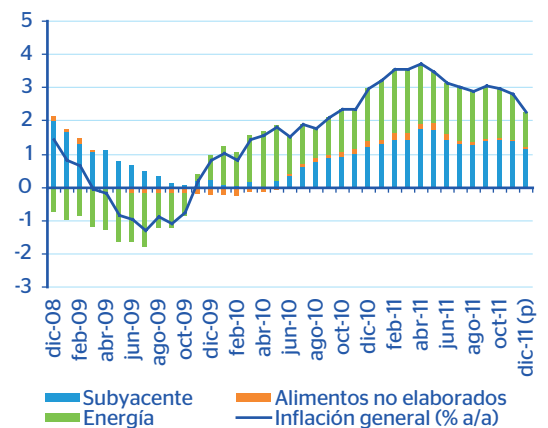
### España: inflación (tasa de variación interanual)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4

### España: contribuciones al crecimiento de la inflación general



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Las necesidades de financiación de la economía española con el exterior se situaron en el 3,5% del PIB en 3T11, 0,1pp menos que en 2T11

El ajuste que las necesidades de financiación de la economía española continúa. Al cierre del tercer trimestre, éstas se situaron, en acumulado anual, en el 3,5% del PIB, 0,1pp menos que en 2T11. Este ajuste es resultado de una caída de la inversión algo más intensa (del 22,6% del PIB en 2T11 al 22,4%) que la del ahorro, que sólo disminuyó 0,1pp hasta el 18,3% del PIB. La capacidad de financiación de los hogares en 3T11 volvió a reducirse -en acumulado anual- hasta el 4,2% de su renta bruta disponible (RBD), desde el 4,7% en 2T11 debido a una caída del ahorro, que pasó del 12,6% de la RBD en 2T11 al 12,0%, y a un mantenimiento de la inversión en el entorno del 8,9% de la RBD.

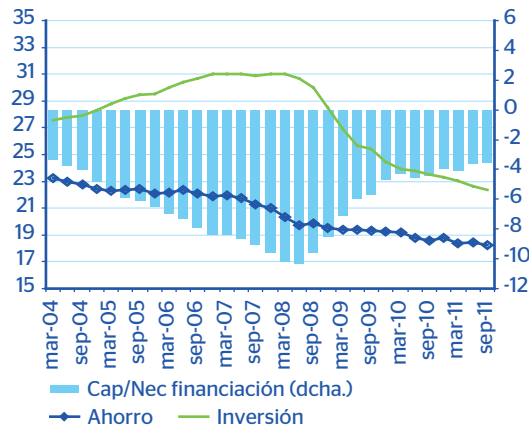
Desde el punto de vista empresarial, se observa una leve recuperación de la inversión (0,1pp) hasta el 12,4% del PIB, que es compensada por una recuperación del ahorro (0,2pp) hasta el 12,8% del PIB. En consecuencia, en acumulado anual, las empresas mantuvieron su capacidad de financiación prácticamente constante en el entorno del 1,7% del PIB en 3T11.

Después de tres trimestres sin apreciarse un ajuste, el saldo de las administraciones públicas se redujo en 0,4pp hasta el 8,8% del PIB en 3T11. Dos son las causas de la reducción del déficit: una ligera mejoría de la tasa de ahorro, que pasó a situarse en el -4,6% del PIB, y una nueva contracción de la inversión pública de 0,3pp respecto al 3,5% del PIB acumulado al 2T11.

1: Las cifras definitivas de inflación, que se publicarán el próximo 13 de enero, podrían diferir de las adelantadas.

Gráfico 5

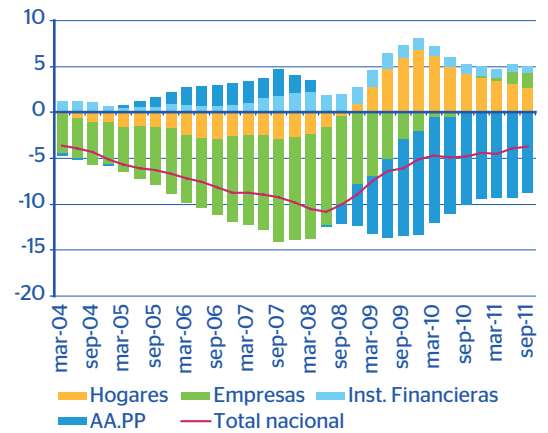
**España:**  
**ahorro e inversión (% del PIB. Acumulado anual)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

**España: capacidad/necesidad financiación por agentes (% del PIB. Acumulado anual)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

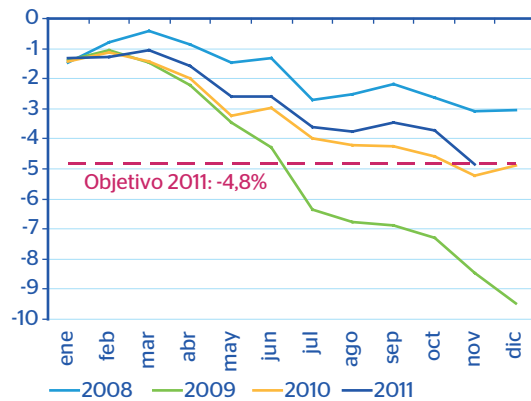
**Aunque el déficit del Estado acumulado a noviembre de 2011 se situó en el 4,84% del PIB, la magnitud de la desviación anunciada respecto al objetivo dependerá del cierre de la ejecución presupuestaria del mes de diciembre**

El dato del mes de noviembre se vio afectado, fundamentalmente, por los efectos negativos del cambio metodológico introducido por la nueva base 2008, que supone un adelanto de los gastos de inversión -que antes se acumulaban a final de año- y un retraso de los ingresos impositivos, acercándolos al momento de su devengo. En la práctica, esto supuso un ajuste negativo en los ingresos (en torno a 1,2pp del PIB), que se habrá corregido en diciembre cuando se haya computado el devengo de los ingresos del IRPF, Sociedades e IVA que se percibirán en enero y febrero de 2012. De no haberse realizado dichos ajustes, el déficit acumulado a noviembre se habría situado en torno al 3,28% del PIB, por lo que, para haber terminado incumpliendo el objetivo de 2011, el déficit del mes de diciembre habrá sido particularmente importante.

Con los datos a noviembre, sigue observándose un fuerte ajuste en los gastos no financieros del Estado que se generaliza a prácticamente todas las partidas. Los mayores ajustes se registraron en el gasto de capital (con una caída de casi el 40% respecto al mismo periodo de 2010) y en las transferencias corrientes entre administraciones públicas, que presentaron un descenso en torno al 20%, debido a la disminución de las transferencias a las comunidades autónomas como consecuencia de las menores entregas a cuenta del sistema de financiación. Mientras, el gasto en intereses continuó presentando tasas de crecimiento interanual por encima del 20%. Por su parte, la recaudación de los ingresos tributarios acumulada a noviembre de 2011 creció, en conjunto, un 0,9% en términos homogéneos respecto al mismo mes de 2010, comportándose algo mejor que en el mes anterior debido, fundamentalmente, a los ingresos por las actas de inspección (1.420 millones de euros). Esto se debe a que el IRPF sigue recuperando dinamismo, a cierta mejoría en la base del IVA y a la ligera recuperación del impuesto de sociedades. La mejora de la recaudación de sociedades estuvo causada por el aumento de los ingresos de las actas de inspección y 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), que deberían dar lugar a una importante recuperación de la tasa de crecimiento del impuesto en diciembre.

Gráfico 7

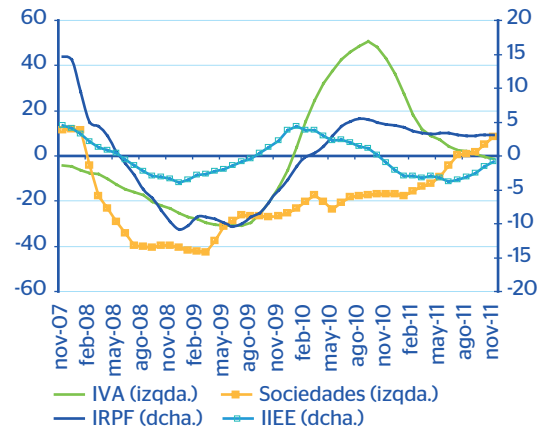
**Administración central: saldo no financiero. Acumulado anual (% PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 8

**España: ingresos fiscales (a/a homogéneas de la media móvil 12 meses centrada)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

**Aprobación de un acuerdo de no disponibilidad por 8.900 m€ y un aumento de impuestos de 6.100 m€ por el Consejo de Ministros**

Anticipando una posible desviación en el objetivo de déficit público de 2011, el Gobierno ha presentado medidas de ajuste por valor de 15.000 millones de euros. Este ajuste se consigue en un 60% mediante una importante reducción del gasto del Estado (8,900 m€), y en un 40% mediante un aumento de impuestos, principalmente directos, con el que se espera recaudar unos 6,100 m€. En particular, los tipos marginales de las rentas del trabajo y del capital aumentan significativamente, en 7 y 6 puntos respectivamente.

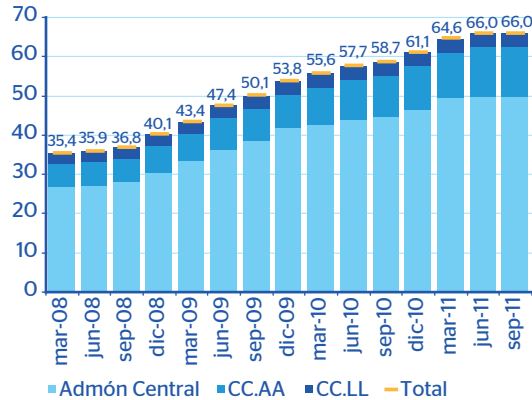
De haberse cumplido el objetivo de déficit de 2011, en 2012 únicamente el Estado debería haber realizado una reducción del déficit del 1,5% del PIB. Con la desviación anunciada serán necesarias medidas adicionales, que recaerán principalmente en las comunidades autónomas (aproximadamente las dos terceras parte del mismo). Además, se debe tener en cuenta que los ingresos en 2012 aumentarán menos de lo previsto en el Programa de Estabilidad del anterior Gobierno (que preveía un crecimiento real del PIB del 2,3% en 2012), lo que exigirá un ajuste mayor para alcanzar el objetivo de déficit del 4,4%.

**La deuda pública española frenó su crecimiento en el 3T11 y se mantuvo en el 66% del PIB**

La deuda pública se mantuvo estable en el 66,0% del PIB en 3T11, acumulando un crecimiento a lo largo de todo el año de 4,9pp respecto a diciembre de 2010. Esta moderación de la tasa de crecimiento de la deuda se observó en todos los niveles de administración pública, si bien se concentró en la administración central, que prácticamente no creció, y, sobre todo, en las corporaciones locales, que redujeron su endeudamiento 0,1pp del PIB. El incremento acumulado de la deuda del conjunto de comunidades autónomas (1,4pp) se situó en línea con el déficit alcanzado en el 3T11 (1,2% del PIB). Pese a que la deuda se vio incrementada en todas las comunidades autónomas, el comportamiento volvió a ser heterogéneo. Cataluña, La Rioja, y Cantabria fueron las comunidades que más incrementaron su deuda, significativamente por encima de su déficit acumulado al 3T11. Mientras, Canarias, País Vasco, Madrid y Andalucía fueron las que menos elevaron su endeudamiento, en línea con el déficit registrado. Como resultado, Valencia, Cataluña, Castilla-La Mancha y Baleares continuaron siendo las regiones con un mayor endeudamiento relativo, muy por encima del 12,6% del PIB de la media autonómica. Analizando la evolución por instrumentos, los préstamos siguieron creciendo por encima de la emisión de valores debido, fundamentalmente, a las limitaciones de acceso al mercado mayorista que vienen teniendo las comunidades autónomas.

Gráfico 9

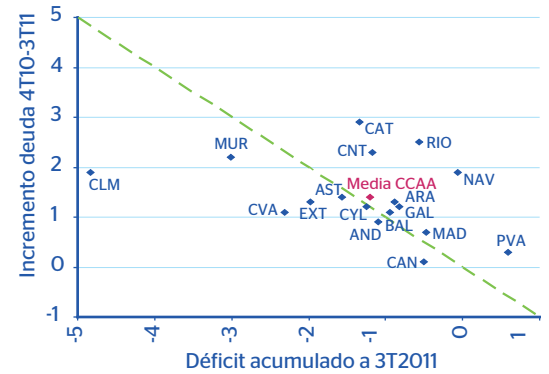
### España: evolución de la deuda pública según protocolo de déficit excesivo (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 10

### España: déficit e incremento de la deuda de las CC.AA. a 3T11 (% PIB regional)



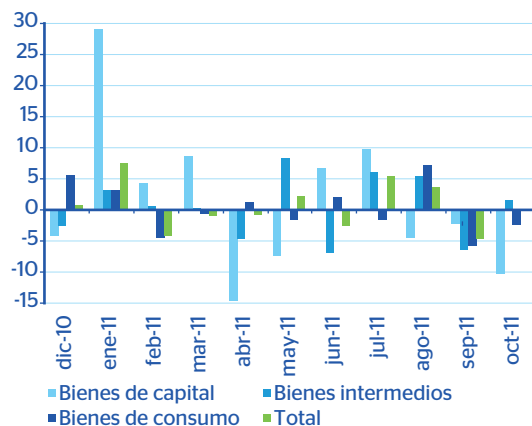
Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

## Los datos de la balanza comercial de octubre adelantan una ralentización del ritmo exportador de la economía durante el último trimestre del año

Los datos en volumen de octubre, corregidos de efectos estacionales y calendario, registraron una ligera contracción de las exportaciones de bienes (-0,1% m/m cvec) tras un mes de septiembre caracterizado por la corrección a la baja de las cifras de julio y agosto. Por grandes sectores, la debilidad de las exportaciones se debió, principalmente, a la contracción experimentada por los bienes de capital (-10,2% m/m cvec) y los bienes de consumo (-2,3% m/m cvec). En lo referente al comportamiento importador, el dato agregado mostró un crecimiento mensual débil (+1,5% m/m cvec), especialmente si se contrasta con la intensa caída registrada en septiembre. Las importaciones de bienes de capital y de bienes intermedios subyacen a la debilidad importadora de la economía. Así, el dato de octubre de balanza comercial adelanta un cuarto trimestre del año en el que las exportaciones se ralentizarían considerablemente tras el repunte del tercer trimestre del año (3T11: +5,4% t/t cvec) debido al debilitamiento del crecimiento mundial y a la persistencia de las tensiones financieras en la zona euro.

Gráfico 11

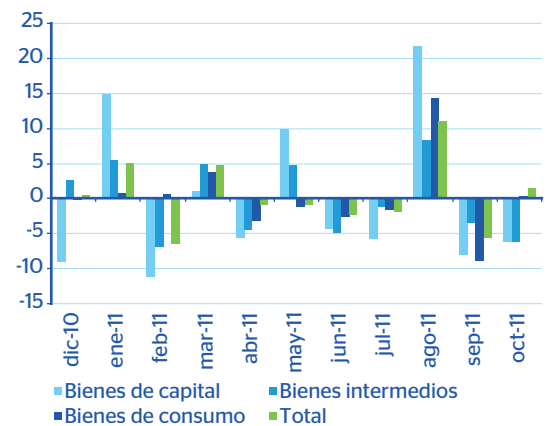
### Exportaciones de bienes en volumen, grandes sectores (% m/m; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Gráfico 12

### Importaciones de bienes en volumen, grandes sectores (% m/m; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

## El saldo de la balanza por cuenta corriente de octubre ascendió a -39 mil millones de euros, unos 3 mil millones menos que en el mes anterior

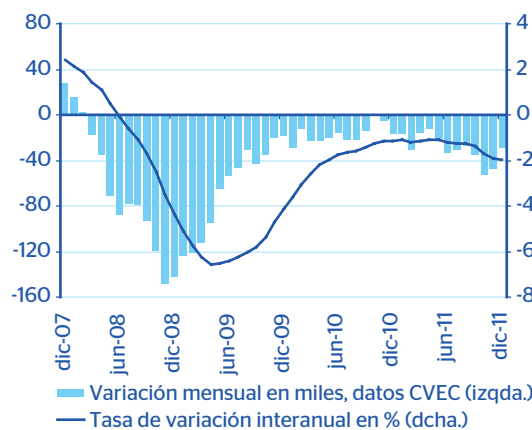
En acumulado a 12 meses, el saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente se redujo en 31 miles de millones de euros hasta octubre de 2011, situándose en -39 mil millones de euros. Destaca el sensible ajuste del déficit de la balanza de bienes (100 millones de euros menos), hecho que estaría en línea con la estabilización observada en el déficit comercial de octubre. El superávit de servicios acumulado a 12 meses cerró octubre con un registro cercano a los 34 mil millones de euros (mil millones de euros adicionales). Por su parte, se amplió el déficit de la balanza de rentas en 300 millones de euros. Como elemento compensador, el déficit de la balanza de transferencias disminuyó de forma destacable en torno a los 2,2 miles de millones de euros.

## Los registros del mercado laboral de diciembre: mejores de lo previsto pero insuficientes para evitar una aceleración del ritmo de destrucción de empleo en 4T11

El mercado laboral continuó destruyendo empleo en diciembre pero a un ritmo inferior al de los dos meses precedentes. Corrigiendo las cifras de estacionalidad y calendario, se estima una disminución de la afiliación a la Seguridad Social de 28 mil personas (19 mil menos que en noviembre) y un aumento del paro registrado de 17 mil (6 mil menos que en noviembre). Si bien todos los sectores productivos se comportaron mejor de lo esperado el pasado mes, los datos corregidos indican que las actividades no agrarias continuaron destruyendo empleo en diciembre. En el conjunto del 4T11, la afiliación aceleró su caída hasta el 0,7% t/t cvec, mientras que el desempleo creció un 2,5% t/t cvec, lo que sugiere un deterioro de la actividad durante el cuarto trimestre.

Gráfico 13

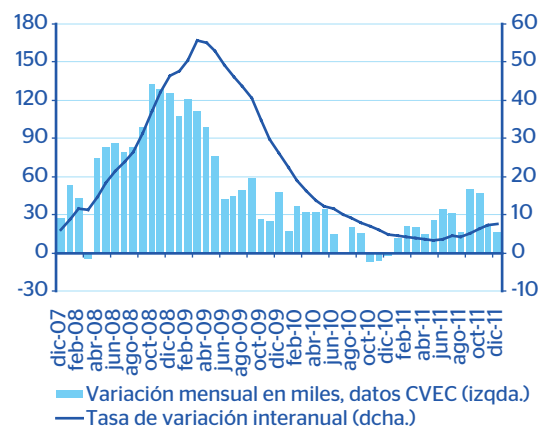
### España: afiliación media a la Seguridad Social



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 14

### España: desempleo registrado

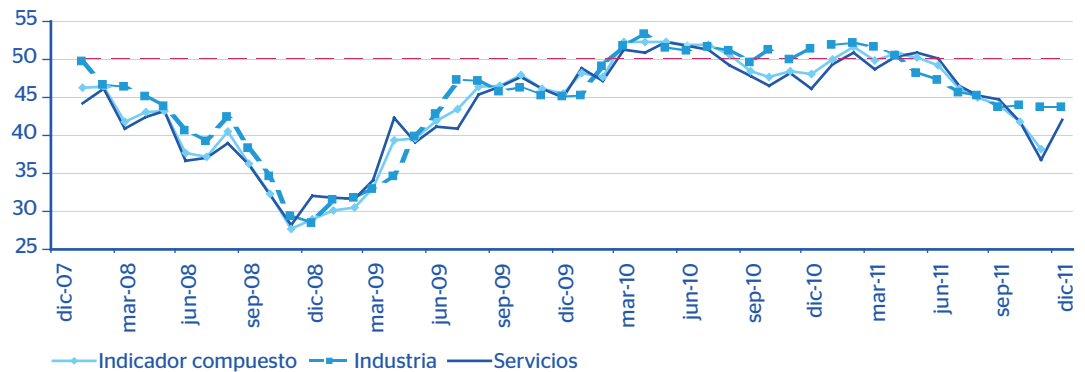


Fuente: BBVA Research a partir de SPEE

## A pesar de la moderación del ritmo de deterioro registrado en diciembre, los indicadores de compras en la industria y los servicios confirman la caída de la actividad económica en 4T11

Si bien los indicadores de compras en los sectores manufacturero y servicios (PMIs) sugieren una ralentización del ritmo de deterioro de la actividad en diciembre -en línea con los registros del mercado laboral- los datos negativos de octubre y noviembre dominan la evolución de economía durante el 4T11, sesgando a la baja la previsión de crecimiento.

Gráfico 15  
**España: PMIs\***

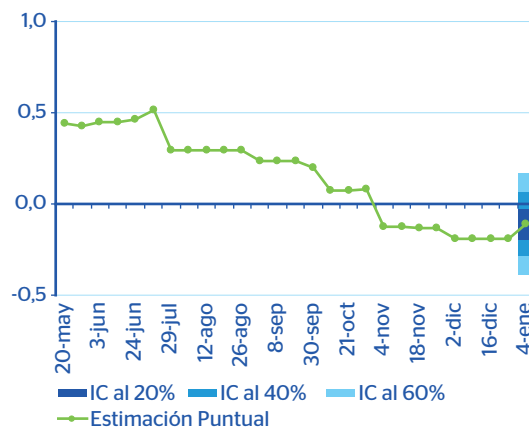


\* Datos CVE. Un valor superior a 50 indica expansión  
Fuente: BBVA Research a partir de Markit Economics

### La probabilidad de observar una caída del PIB en el cuarto trimestre de 2011 continúa siendo elevada

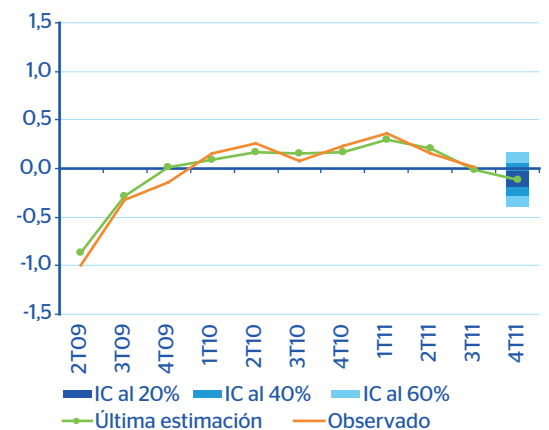
Con cerca del 80% de la información referente al cuarto trimestre de 2011, la previsión en tiempo real del crecimiento del PIB para 4T11 se sitúa entre el -0,1% y -0,2% t/t según el modelo MICA-BBVA elaborado por BBVA Research. Como señalamos en la última publicación de nuestra revista trimestral Situación España de principios de noviembre<sup>2</sup>, los riesgos a la baja se han incrementado. Así, la probabilidad de que el PIB de la economía española registre una caída en 4T11 se ha elevado hasta el 67%. 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 16  
**España: previsiones de crecimiento del PIB para 4T11 en el modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (% t/t)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 17  
**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (% t/t)**



Previsión actual: 4 de enero de 2012  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

2: Disponible en: [http://www.bbvaesearch.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/espana/novedades/detalle/346\\_235059.jsp?id=tc:346-176089-64](http://www.bbvaesearch.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/espana/novedades/detalle/346_235059.jsp?id=tc:346-176089-64)



**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## BBVA Research España:

Economista Jefe

**Miguel Cardoso**

+34 91 374 39 61

miguel.cardoso@bbva.com

**Mónica Correa**

+34 91 374 64 01

monica.correa@bbva.com

**Juan Ramón García**

+34 91 374 33 39

juanramon.gl@bbva.com

**Félix Lores**

+34 91 374 01 82

felix.lores@bbva.com

**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