Observatorio Económico

España

Madrid, 6 de marzo de 2012
Análisis Económico

Unidad de España

1T12: La economía española en recesión

- **La información conocida del primer trimestre de 2012 anticipa una nueva 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 1T12 se situaría entre un -0,2% y un -0,4%, lo que supondría la contracción del PIB por segundo trimestre consecutivo.

- **Los indicadores de consumo e inversión confirman que la demanda interna ha continuado empeorando en 1T12**
  La demanda doméstica se ha visto afectada por el clima de incertidumbre, el proceso de consolidación fiscal y la persistencia de las tensiones financieras, especialmente en Europa. En particular, la aceleración del ritmo de destrucción de empleo sesgó a la baja el gasto en consumo de los hogares, mientras que los incentivos fiscales no han sido suficientes para cambiar la tendencia de deterioro en la demanda de vivienda.

- **Los datos de la balanza comercial confirmaron la ralentización del ritmo exportador de la economía durante el último trimestre de 2011**
  La moderación del crecimiento de las economías desarrolladas, la caída de los principales indicadores de confianza de nuestros socios comerciales y el incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales aumentan los riesgos a la baja. Como contrapunto, el dato de ventas exteriores de las grandes empresas de enero apuntaría a un comienzo de 2012 posiblemente mejor que el último tramo del ejercicio pasado.

- **El Gobierno anuncia un nuevo objetivo de déficit más acorde con el nuevo escenario económico**
  El Gobierno realizará un proceso de consolidación fiscal de 2,7pp del PIB (desde el 8,5% en 2011 al 5,8% a final de 2012). De acuerdo a los cálculos de BBVA Research, la desviación respecto al 4,4% del PIB (1,4pp de PIB) es menor que la que correspondería como consecuencia de un escenario más negativo que el presentado hace un año a Bruselas en el Programa de Estabilidad. Con la previsión del Gobierno de una caída de la economía del 1,7%, cualquier déficit por debajo del 6,25% implicaría un esfuerzo fiscal en términos estructurales para 2011 y 2012 superior al previsto en el Programa de Estabilidad. El seguimiento de objetivos de déficit estructural, en vez de objetivos "nominales", debería de ser el nuevo instrumento de anclaje para las políticas fiscales europeas, y está en línea con la nueva gobernanza que se ha impulsado recientemente, tanto en España como en la UE.

Descargado desde www.euroval.com Euroval

Descargado desde www.euroval.com Euroval

Descargado desde www.euroval.com

Caída del PIB en 4T11, con fuerte reducción de la demanda interna

Tal y como se adelantaba en el último número de nuestra revista Situación España, la economía española retrocedió un 0,3% t/t en el 4T11, lo que supone un deterioro de la actividad respecto al estancamiento registrado durante el 3T11 similar al que se observó en ese trimestre respecto al 2T11. En términos interanuales, la economía española habría crecido un 0,3% (0,5pp menos que en el 3T11), lo que implica un crecimiento medio en torno al 0,7% para el conjunto del ejercicio económico, en línea con lo que preveíamos a principios de 2011. El dato observado supone una caída marginalmente superior a la proyectada en la estimación central de nuestro escenario base (BBVA Research: -0,14% t/t). En consecuencia, nuestro diagnóstico sobre la evolución de la economía española no se altera significativamente con los datos preliminares de Cuentas Nacionales referentes al 4T11 y está en línea con un escenario de caída de la economía española en 2012 de un 1,3% a/a.

La composición del crecimiento tampoco mostró elementos novedosos en lo que respecta a los rasgos básicos, si bien estos se han manifestado de forma más intensa de lo previsto. Así, la evolución de la economía volvió a estar marcada por el avance de la demanda externa neta que, a pesar de la esperada corrección a la baja de las exportaciones, contribuyó en 1,5pp al crecimiento trimestral del PIB (3,2pp en términos interanuales) excediendo nuestras expectativas (BBVA Research: entre -0,4% t/t y 1,2% t/t). En contrapartida, el agregado de la demanda doméstica continuó drenando crecimiento (contribución: -1,8pp t/t; -2,9pp a/a), si bien de forma más pronunciada a la que esperábamos (BBVA Research: entre -0,4% t/t y 1,2% t/t) y significativamente por encima de lo observado en los trimestres precedentes, compensando así la totalidad del avance trimestral de la demanda externa neta.

El desglose de la contabilidad nacional revela ciertos detalles que son valoradas negativamente. En primer lugar, cabe destacar la intensa caída del consumo privado (-1,0% t/t), que se situó en la cota inferior de nuestras previsiones (BBVA Research: entre -1,1% t/t y +0,4% t/t). De forma análoga, la corrección a la baja de flujos comerciales fue mucho más relevante de lo que apuntaba nuestra previsión central, siendo particularmente importante el deterioro de las importaciones (-6,5% t/t) que, al exceder sobradamente de la caída de las exportaciones (-1,6% t/t), explica la elevada contribución de la demanda externa neta al crecimiento. Por último, el comportamiento de la demanda pública sorprendió a la baja, lo que debe ser valorado negativamente desde el punto de vista del crecimiento, aunque es bienvenido desde el punto de vista de la consolidación fiscal. Lo anterior, junto a la desviación anunciada del déficit público respecto a los objetivos a finales del año anterior, apunta a una caída significativa de los ingresos públicos como consecuencia de la disminución en la demanda interna.

La ligera reducción de la remuneración por asalariado en términos reales, junto con el aumento de la productividad aparente del trabajo, provocaron una nueva reducción de los costes laborales unitarios. Efectivamente, la remuneración nominal por asalariado aumentó en una proporción ligeramente menor al crecimiento de los precios (1,1% frente a un 1,2% a/a del deflactor implícito del PIB) dando lugar a una nueva caída de la remuneración por asalariado en términos reales (-0,1% a/a frente -0,2% a/a en el trimestre anterior) que, unida al intenso repunte de la productividad, volvió a provocar una reducción de los costes laborales unitarios reales, esta vez de un 3,6% a/a (-2,5% a/a en términos nominales).

Las expectativas de los consumidores sugieren una nueva disminución del gasto en consumo privado en 1T12

Tras el retroceso registrado en enero (4,9 puntos hasta los -20,2 puntos), la confianza de los consumidores experimentó, nuevamente, un deterioro significativo en febrero (de 4,5 puntos hasta los -24,7), que situó su nivel por debajo de su media histórica (-13,5) y de la cota que delimita los valores atípicos registrados durante la primera etapa de la recesión (-19,4). Las expectativas de los consumidores sobre el desempleo en los próximos doce meses empeoraron en 18,0 puntos, explicando prácticamente la totalidad del deterioro de la confianza del consumidor de ese mes

Descargado desde www.euroval.com

EUROVAL

Descargado desde www.euroval.com

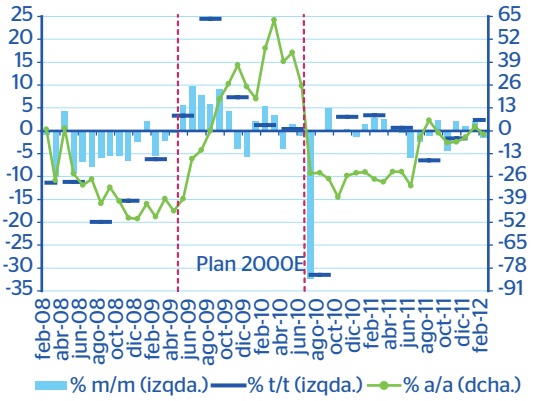
(contribución: -4,5 puntos). En la misma dirección, aunque de forma significativamente menos intensa, evolucionaron las expectativas sobre la situación económica general (-2,3 puntos), que explicaron 0,6 puntos del retroceso de la confianza. En contrapartida, las expectativas sobre el ahorro y, en mayor medida, sobre la situación financiera, evolucionaron positivamente (+0,3 y +2,0 puntos), aportando respectivamente 0,1 y 0,6 puntos a la evolución observada.

Con todo, la demanda de automóviles no ha empeorado significativamente durante el inicio del año actual. Así, las matriculaciones de turismos cayeron en febrero tras haberse incrementado ligeramente en enero (véase el Gráfico 2). Al igual que durante el pasado año, el canal particular está siendo el principal responsable de la evolución desfavorable de la demanda de turismos en 1T12.

Gráfico 1
España: confianza del consumidor (Saldo neto de respuestas)

Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Gráfico 2
España: matriculaciones de turismos (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

En febrero se mantuvo el ritmo de deterioro del mercado laboral

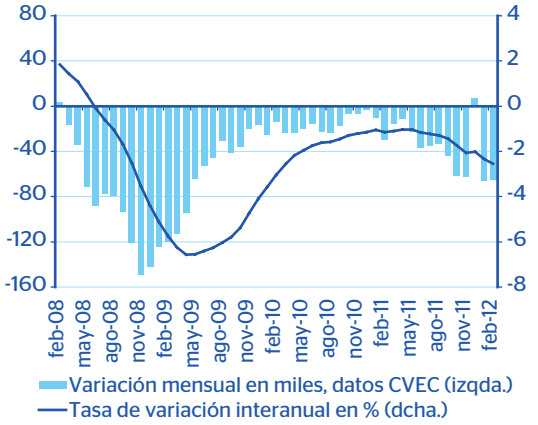
Los datos brutos señalaron que la afiliación a la Seguridad Social (media mensual) se redujo en 49,7 miles de personas en febrero, en línea con lo previsto (BBVA Research: -53,0 miles). La caída de la ocupación contrastó con el incremento promedio de los meses de febrero de la última década (+73,3 miles; +0,5% m/m), siendo sólo ligeramente mejor a la observada en febrero de 2009 (-69,0 miles). Cuando se corrigen las cifras de las variaciones estacionales propias del mes y del efecto calendario, la afiliación exhibió un deterioro en torno a las 65 mil personas, en línea con lo observado en el mes anterior. Asimismo, todos los sectores vieron reducido su nivel de ocupación: industria (-8,2 miles) y, sobre todo, construcción (-9,8 miles) registraron en febrero una caída de la ocupación superior a la prevista (-0,3 y +7,2 miles, respectivamente). Sin embargo, dichas innovaciones se vieron compensadas en su totalidad por una destrucción de empleo en los servicios (-12,6 miles) menos pronunciada de lo que apuntaba nuestra previsión central (-36,4 miles). Los datos corregidos de estacionalidad y calendario señalaron que todos los sectores continuaron destruyeron empleo en febrero. Mientras que la reducción de la ocupación tanto en la industria (-13 mil) como en la construcción (-25 mil) y los servicios (-19 mil) se mantuvo relativamente estable, se observó una caída menor en la agricultura.

A pesar del acusado deterioro de las expectativas de desempleo de los consumidores, el aumento del paro registrado en febrero (+112,3 miles de personas) se situó en línea con lo esperado (BBVA Research: 93,6 miles). Al igual que la afiliación a la Seguridad Social, el incremento del número de desempleados fue superior al crecimiento promedio de los meses de febrero de la última década (+40,2 miles; +1,1% m/m). Si corregimos las cifras de la estacionalidad desfavorable del mes, el aumento del desempleo alcanzó los 51 mil, 4 mil más que en enero.

Descargado desde www.euroval.com EUROVAL

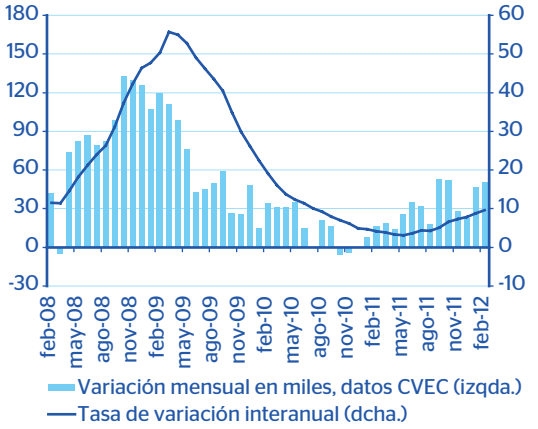
Descargado desde www.euroval.com

Gráfico 3
España: afilicación media a la Seguridad Social



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 4
España: desempleo registrado

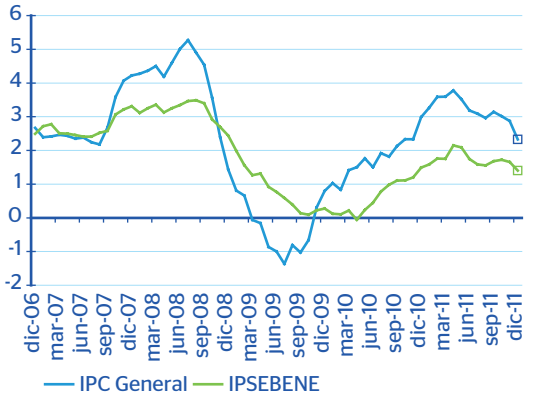


Fuente: BBVA Research a partir de SPEE

La inflación se estabiliza, pendiente de los riesgos relacionados con la evolución del precio de la energía

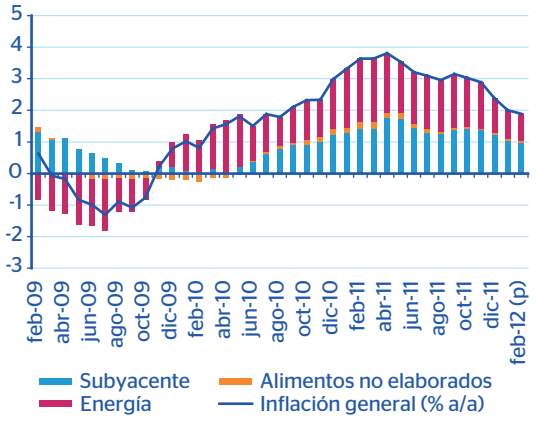
En línea con nuestras expectativas, el indicador adelantado del IPC señaló una pausa en la desaceleración de la inflación anual en febrero que se habría mantenido estable en el 2% (BBVA Research: 2,0% a/a). Medida a través del IPCA la inflación se habría moderado en 0,1pp hasta el 1,9% a/a. Nuestras previsiones indican que detrás de la pausa se encuentra principalmente el repunte de los precios de los carburantes experimentado en las últimas semanas del mes. En contraste, dada la debilidad de la demanda y la elevada tasa de desempleo, nuestra estimación central sugiere una nueva desaceleración de la inflación subyacente en ese mes, de alrededor de 0,1pp hasta el 1,2% a/a.

Gráfico 5
España: inflación (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6
España: contribuciones al crecimiento de la inflación general (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Descargado desde www.euroval.com

Euroval
Descargado desde www.euroval.com

La actividad del mercado inmobiliario durante el 4T11 se mantuvo débil y sin signos de recuperación

Los indicadores de actividad disponibles para el sector inmobiliario continúan apuntando a la consolidación de las dos principales tendencias observadas durante los últimos meses: debilidad generalizada aunque con una intensidad diferenciada por Comunidad Autónoma. Por tanto, los datos de demanda al cierre de diciembre de 2011 mostraron caídas tanto en compra de viviendas (un -3,8% m/m cvec), como en número de hipotecas (un -1,1% m/m cvec). Por el lado de la oferta, aunque el número de visados se incrementó casi un 22% m/m cvec respecto a lo observado en noviembre, el saldo para el cuarto trimestre es de una caída de alrededor del 20% cvec respecto al trimestre precedente.

Los datos de la balanza comercial de diciembre confirmaron la fuerte reducción de las importaciones y del déficit no energético

Con datos a diciembre de 2011, el déficit de la balanza comercial se situó en -46,3 miles de millones de euros en el acumulado a 12 meses, inferior al registrado en el acumulado anual del mes anterior (noviembre: -47,1 miles de millones de euros). La mejora del déficit comercial se debió a la fuerte disminución en el saldo deficitario de la balanza no energética (1,5 miles de millones de euros menos) que compensó, con creces, el incremento en el saldo deficitario energético (0,7 miles de millones de euros adicionales). Con este último ajuste, el déficit comercial no vinculado a la energía se situó ligeramente por encima de los -5 mil millones de euros, cifra no alcanzada desde finales de los años 80. En porcentaje del PIB, el déficit comercial habría cerrado el año en el -4,3%, reduciéndose ligeramente con respecto al dato registrado el mes anterior (noviembre: -4,4%) y situándose siete décimas por debajo del registro de 2010.

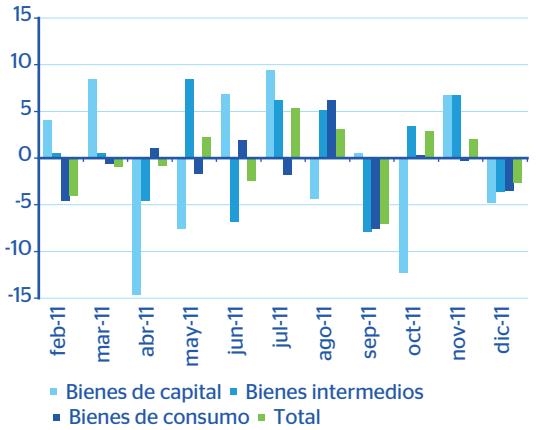
Los datos intermensuales en volumen de diciembre registraron una disminución de las exportaciones de bienes del -2,6% cvec tras el registro positivo del mes precedente (noviembre: +2% m/m cvec). Por sectores, la contracción de las exportaciones se dejó sentir en todas las grandes partidas, especialmente en bienes de capital (-4,8% m/m cvec). En lo referente al comportamiento importador, el dato agregado mostró una expansión intermensual de las importaciones en volumen del 2,1% cvec, registro que corrige parcialmente la contracción experimentada durante los tres meses previos. Por grandes sectores, destacó el crecimiento de la partida de bienes intermedios (+5,9% m/m cvec) así como la contracción de bienes de capital (-9,4% m/m cve) y, en menor medida, bienes de consumo (-1,5% m/m cvec) que encadena dos meses consecutivos de retroceso (véanse los Gráficos 7 y 8).

El dato de diciembre de balanza comercial cerró un cuarto trimestre del año en el que las exportaciones se contrajeron ligeramente (4T11: -0,6% t/t cvec) tras el repunte del tercer trimestre del año (3T11: +4% t/t cvec). Esta ralentización vendría explicada por el debilitamiento del crecimiento mundial y por las tensiones financieras presentes en la zona euro. Por grandes sectores, el debilitamiento intertrimestral de las exportaciones vino explicado fundamentalmente por la partida de bienes de capital (4T11: -10,9% t/t cvec) y, en menor medida, bienes de consumo (4T11: -4,2% t/t cvec). En el plano importador, también fue destacable el retroceso intertrimestral experimentado (4T11: -3,3% t/t cve) y liderado por la contracción en la partida de bienes de capital (4T11: -6,3 t/t cvec) y bienes intermedios (4T11: -3,1% t/t cvec). Llegado este punto, cabe señalar la discrepancia existente entre los datos de balanza comercial y el desglose publicado en CNT para las exportaciones e importaciones de bienes del cuarto trimestre, donde la contracción intertrimestral registrada, especialmente en importaciones, fue muy superior. Como contrapunto al cierre negativo de 2011, los datos de exportaciones de grandes empresas correspondientes al mes de enero apuntarían a un mejor comienzo de año. Por su parte, los datos de importaciones de grandes empresas en enero parecen adelantar otra recaída, con lo que la contribución del sector exterior al crecimiento seguiría siendo positiva.

Descargado desde www.euroval.com Euroval

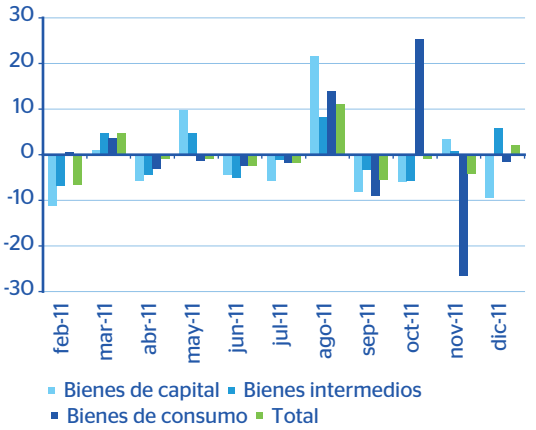
Descargado desde www.euroval.com

Gráfico 7
Exportaciones de bienes en volumen, grandes sectores (% m/m; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Gráfico 8
Importaciones de bienes en volumen, grandes sectores (% m/m; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

La balanza de pagos se resiente del incremento en la prima de riesgo y la tensión en los mercados de capitales

En el acumulado a 12 meses de diciembre de 2011, el saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente se incrementó en mil millones de euros situándose en -39,8 mil millones de euros frente a los -38,7 mil millones de euros en acumulado a 12 meses del mes anterior. Por partidas, destacó el ajuste en el déficit de la balanza de bienes (0,7 mil millones de euros menos), hecho que estaría en línea con la reducción observada en el déficit comercial de diciembre. El superávit de servicios cerró diciembre con un registro acumulado a 12 meses de 35,3 mil millones de euros (0,7 mil millones de euros adicionales). Por su parte, el dato acumulado a 12 meses de diciembre reveló un notable empeoramiento del déficit de la balanza de rentas (2,5 mil millones de euros más) a la vez que el déficit de la balanza de transferencias se mantuvo prácticamente estable. El año 2011 concluyó con un déficit por cuenta corriente del -3,7% del PIB, ligeramente menor de lo esperado y en conjunción con la contracción económica registrada en los últimos compases del año, especialmente en la vertiente importadora de la economía.

La cuenta financiera de la balanza de pagos de diciembre de 2011 reveló una caída neta de pasivos por parte de los sectores residentes de 33,7 mil millones de euros, cifra notablemente superior a la registrada en el mes de noviembre y explicada, fundamentalmente, por la reducción de pasivos de las instituciones financieras monetarias (excluido el Banco de España) frente al resto del mundo. En contrapartida, la cuenta financiera del Banco de España arrojó un incremento neto de pasivos de 34 mil millones de euros en diciembre explicada, como cabía esperar, por el incremento de pasivos netos frente al Eurosistema. Con respecto a la inversión que han realizado las instituciones financieras monetarias (excluido el Banco de España) en el exterior, el dato de diciembre de 2011 acumulado a seis meses mostró, de nuevo, la disminución de activos extranjeros en manos de las IFM, especialmente en forma de inversiones de cartera en el exterior.

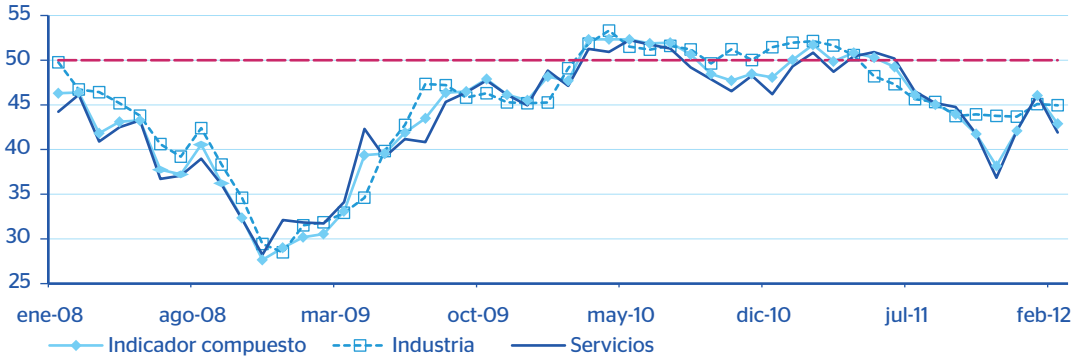
Descargado desde www.euroval.com

Descargado desde www.euroval.com

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

Tras las intensas caídas de octubre y noviembre, la producción industrial corrigió al alza en diciembre mostrando un crecimiento de un 1,0% m/m cvec, cerrando el año con una caída media anual del 1,4 respecto a 2010. Asimismo, y en contrapartida a lo observado en la confianza del consumidor, la industria registró un avance marginal en febrero (de 0,6 puntos hasta los –14,3 puntos), situándose todavía por debajo de su media histórica (-9,1), aunque por encima de la cota que delimita los valores atípicos registrados entre el segundo trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009 (-19,9). Si bien los signos de los datos cualitativos observados en febrero mostraron un tono algo mejor de la actividad industrial respecto a lo observado en los últimos meses, continuaron mostrando una acusada volatilidad que, en todo caso, no permite anticipar una mejora coyuntural en el corto plazo. Los intensos reajustes de los inventarios mes a mes han condicionado significativamente la evolución de la confianza industrial incrementando su volatilidad durante los últimos meses. Adicionalmente, la evolución de las expectativas de producción futura siguió siendo compatible con un deterioro de la actividad industrial, mientras que la cartera de pedidos de la industria continuó evidenciando un peor tono que el observado hasta mediados de 2011 tanto de la demanda nacional como de la externa.

Gráfico 9
España: PMIs (Datos CVE. Un valor superior a 50 indica expansión)



Fuente: BBVA Research a partir de Markit Economics

El Gobierno ha presentado un cuadro macroeconómico para 2012 caracterizado por un intenso ajuste del consumo público

Según éste, se espera una caída de la economía del 1,7% (BBVA Research -1,3%). La diferencia más significativa respecto a nuestras estimaciones se encuentra en el consumo público, cuya previsión de caída se sitúa en el -11,5% a/a. Tal ajuste es ambicioso e implicaría que en torno a 2pp del PIB del ajuste presupuestario se llevaría acabo a través de una reducción del gasto corriente.

Descargado desde www.euroval.com

Euroval
Descargado desde www.euroval.com

Cuadro 1
España: previsiones macroeconómicas

	2012 (p)		2013 (p)
(Tasa de crecimiento a/a)	BBVA Research	Gobierno de España	BBVA Research
Gasto en Consumo Final Nacional	-2,3	-4,0	-1,1
G.C.F Privado	-2,0	-1,4	-0,9
G.C.F AA.PP	-3,1	-11,5	-1,8
Formación Bruta de Capital	-6,2	-6,9	-1,9
Activos Fijos Materiales	-6,6	na	-2,1
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-5,0	-5,3	2,1
Construcción	-7,3	-7,8	-4,0
Vivienda	-6,5	na	-1,5
Otros edificios y Otras Construcciones	-8,0	na	-6,5
Activos Fijos Inmateriales	-2,3	na	1,7
Variación de existencias (*)	0,0	na	0,0
Demanda nacional (*)	-3,2	-4,6	-1,3
Exportaciones	1,6	3,4	8,2
Importaciones	-4,8	-5,9	2,1
Saldo exterior (*)	1,9	2,9	1,9
PIB pm	-1,3	-1,7	0,6
Pro-memoria			
PIB sin inversión en vivienda	-0,9	na	0,8
PIB sin construcción	-0,3	na	1,3
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	24,4	24,3	24,6
Empleo total (e.t.c.)	-3,8	-3,7	-1,9
Deuda Pública (% PIB)	72,5	na	74,4
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-5,3	-5,8	-3,0

(*) contribuciones al crecimiento
Fuente: BBVA Research a partir de Gobierno de España, INE y Banco de España

Se ha anunciado que sólo se reducirá la parte estructural del déficit público y no se cubrirá el deterioro derivado de una peor previsión de crecimiento

El Gobierno español realizará un proceso de consolidación fiscal de 2,7% del PIB (desde el 8,5 en 2011 al 5,8% a final de 2012). De acuerdo a los cálculos de BBVA Research, la desviación respecto al 4,4 (1,4% del PIB) correspondería al deterioro esperado en el déficit como consecuencia de un escenario más negativo que el presentado hace un año a Bruselas en el Programa de Estabilidad. Es decir, mientras que con el escenario anterior, medidas equivalentes a 4,6% del PIB entre 2011 y 2012 hubieran sido suficientes para alcanzar el objetivo del 4,4% a finales de este año, ahora sólo serían suficientes para llevar el déficit a niveles alrededor del 6% del PIB. El seguimiento de objetivos de déficit estructural en vez de objetivos "nominales" debería de ser el nuevo instrumento de anclaje para las políticas fiscales europeas, y está en línea con la nueva gobernanza que se ha impulsado recientemente.

Descargado desde www.euroval.com Euroval

Descargado desde www.euroval.com

Cuadro 2
España: proyecciones de crecimiento y déficit público

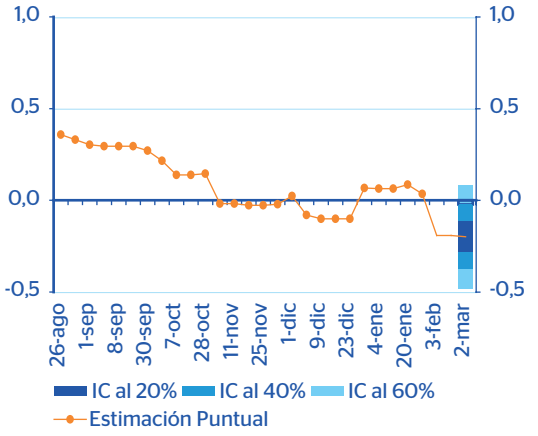
	Crecimiento del PIB	Saldo público	Cambio en componente cíclico	Cambio en componente estructural
		Programa de Estabilidad (2011)		
2010	-0,1	-9,2	0,0	0,0
2011	1,3	-6,0	-0,1	3,4
2012	2,3	-4,4	0,4	1,2
Reducción del déficit estructural en 2011 y 2012				4,6
		Escenario Gobierno (2012)		
2010	0,1	-9,2		
2011	0,7	-8,5	-0,1	0.8
2012	-1,7	-5,8	-1,3	4,0
Reducción del déficit estructural en 2011 y 2012				4,8

Fuente: BBVA Research

La probabilidad de volver a observar una caída del PIB en el primer trimestre de 2012 es elevada

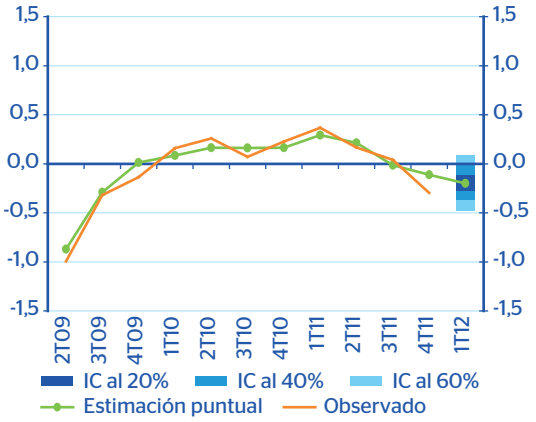
Con cerca del 45% de la información referente al primer trimestre de 2012, la previsión en tiempo real del PIB apunta a una contracción en torno al -0,2% t/t según el modelo MICA-BBVA elaborado por BBVA Research. Dicha previsión sin embargo no incorpora en toda su magnitud la aceleración del ajuste fiscal durante los últimos meses, sobre la cual recae una mayor incertidumbre, y que explica su desviación frente a nuestra previsión central (-0,4% t/t). Como señalamos en la última publicación de nuestra revista trimestral Situación España de principios de febrero[1], esto sería consistente con un escenario de caída para el conjunto del año del 1,3%. Así, la probabilidad de que la economía española registre un crecimiento trimestral negativo en 1T12 se mantiene alrededor del 70%.

Gráfico 10
España: previsiones de crecimiento del PIB para 1T12 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (%t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (%t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

1: Disponible en: http://www.bbvaresearch.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/espana/novedades/detalle/346_235059.jsp?id=tcm:346-176089-64

Descargado desde www.euroval.com

Descargado desde www.euroval.com

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Descargado desde www.euroval.com

Descargado desde www.euroval.com

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

Antonio Marín
antonio.marin.campos@bbva.com
+34 91 374 62 66

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

Miguel Pérez
+34 91 374 75 28
m.perez.villaseca@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

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.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

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabés@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

Descargado desde www.euroval.com