

España

# Observatorio Económico

Madrid, 3 de marzo de 2011

Análisis Económico  
Unidad de España

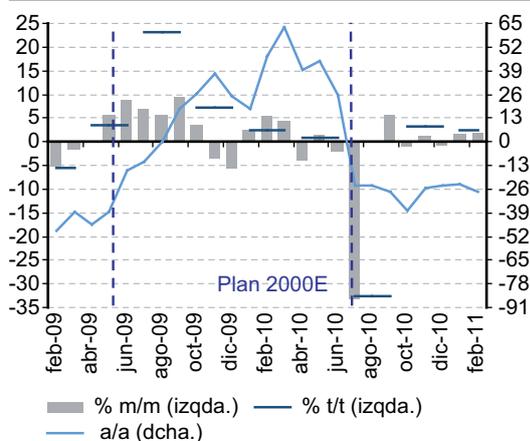
## Continúa la debilidad de la demanda interna y el dinamismo de la externa

- **La información conocida del primer trimestre de 2011 anticipa una moderada mejoría de la actividad respecto al cuarto trimestre de 2010**  
El crecimiento intertrimestral en 1T2011 podría volver a situarse en el 0,2%, todavía insuficiente para crear empleo. Los datos de afiliación de febrero decepcionan e indican que el mercado de trabajo sigue sin mostrar mejoría.
- **Los indicadores de consumo continúan reflejando la debilidad de la recuperación del gasto privado**  
La tendencia se corresponde con unos fundamentales que continúan débiles y que no modifican las expectativas sobre una recuperación lenta de la demanda interna. Por su parte, las exportaciones continúan creciendo y lo hacen a tasas anualizadas elevadas.
- **A lo largo del último trimestre del año anterior el contexto internacional evolucionó hacia una situación de mayor incertidumbre debido a la crisis de deuda soberana en Europa**  
Su impacto en la actividad dependerá de su persistencia. Al respecto, los indicadores de confianza han mostrado una recuperación en febrero.
- **El incremento en los precios de la energía ha supuesto un repunte de la tasa de inflación, que podría haber crecido en febrero un 3,6% a/a**  
Si se logra evitar los efectos de segunda ronda, el aumento observado del precio del petróleo tendría efectos acotados sobre actividad e inflación, aunque podrían detener la mejora del déficit por cuenta corriente.
- **Aunque el déficit del conjunto de las administraciones públicas al cierre de 2010 cumplió con el objetivo**, la heterogeneidad en el grado de cumplimiento de los distintos niveles de gobierno y, sobre todo, por parte de las CC.AA. supone un riesgo de cara al objetivo de 2011, que exige el máximo rigor, austeridad y disciplina en el proceso de consolidación fiscal, puesto que la disminución del déficit a la que se aspira este año es mayor de la que se ha producido en 2010.

## Los indicadores disponibles de consumo continúan reflejando la debilidad de la recuperación del gasto privado

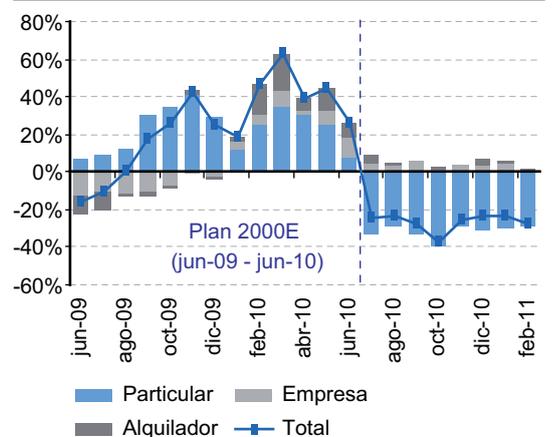
Los indicadores del gasto en consumo de los hogares en 1T11 son aún muy escasos. En línea con la debilidad de fundamentales, no permiten avanzar un cambio significativo en la recuperación de este componente de la demanda. Cuando se corrigen los datos brutos de la estacionalidad propia del mes y del efecto calendario (CVEC), las estimaciones de BBVA Research indican que el número de turismos matriculados en enero y febrero aumentó un 1,5% m/m y un 2,0% m/m, respectivamente, lo que permite adelantar un crecimiento trimestral positivo de la demanda en torno al 2,5% en 1T10 (frente al 3,1% de 4T10). La debilidad de la demanda de particulares, afectada por la finalización del Plan 2000E, no permite anticipar aumentos significativos en el corto plazo.

Gráfico 1  
**España: matriculaciones de turismos (Datos CVEC)**



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

Gráfico 2  
**España: contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de las matriculaciones de turismos**



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC

## El incremento de los precios de la energía ha supuesto un repunte importante de la tasa de inflación, que podría haber crecido en febrero un 3,6% a/a

Según el indicador adelantado del IPC la inflación anual se aceleró en febrero 0,3pp hasta el 3,6% a/a, cifra superior a nuestra previsión (3,4%). La inflación anual medida a través del IPCA se habría acelerado 0,4pp, hasta el 3,4% a/a (Consenso: 3,2% a/a). A la espera de conocer el resultado detallado, el avance de INE apunta que, en línea con nuestras expectativas, el repunte de la inflación se debe principalmente al incremento del precio de los carburantes y los alimentos. Si se logra evitar los efectos de segunda ronda, el aumento observado del precio del petróleo tendría efectos acotados sobre actividad e inflación, aunque podrían detener el ritmo de mejora del déficit por cuenta corriente.

## Los datos del mercado laboral en febrero decepcionan con registros negativos causados por el deterioro del sector primario

Los datos del mercado laboral de febrero, negativos en lo que respecta a la afiliación, ponen de manifiesto que el primer trimestre de 2011 continuará estando marcado por la debilidad de la creación de empleo. Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del período, se observa que la economía todavía es incapaz de crear empleo y reducir el número de desempleados. En esta línea, el aumento del paro de enero y febrero y la continuación de la destrucción de empleo son señales negativas, pero todavía no suponen un cambio de tendencia. En particular, la sorpresa negativa registrada en febrero se concentró en el sector primario, donde la destrucción de empleo y el aumento del paro compensaron los buenos registros observados durante el último trimestre de 2010.

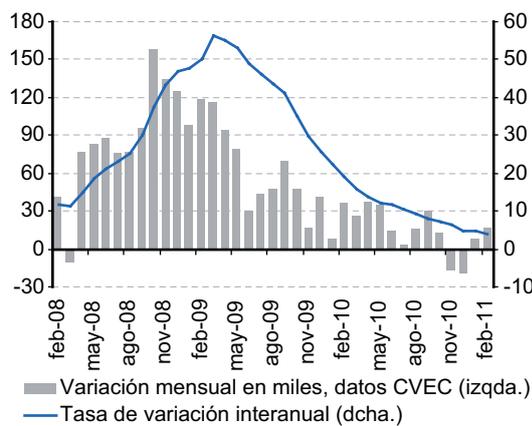
La afiliación media a la Seguridad Social sorprendió a la baja en febrero con una caída de 15 mil personas (BBVA Research: +41 mil). Corregidas las variaciones estacionales, la disminución de la ocupación se aceleró en ese mes hasta las 34 mil personas. A nivel sectorial, la evolución favorable del empleo en la industria y la construcción —en línea con lo esperado— no fue suficiente para compensar la caída inesperada

de la afiliación en el sector primario (-22 mil personas). Por su parte, los servicios también contribuyeron a la caída de la ocupación, si bien en una cuantía menor y dentro de nuestro intervalo de confianza (Observado: -3 mil personas; BBVA Research: entre -8,5 y +40,8 miles de personas).

El aumento del desempleo registrado en febrero (68,3 miles de personas) se situó en línea con lo esperado pero por encima de nuestra previsión central (42,3 miles) y del promedio de los meses de febrero de la última década (30,1 miles; 1,0% m/m). Una vez corregida la estacionalidad propia del mes, el paro registrado creció por segundo mes consecutivo, esta vez en torno a las 16 mil personas. Si bien el sector que más contribuyó al crecimiento del paro en febrero fue el de servicios (39,6 miles de personas), el error de previsión se concentró en la agricultura, que vio aumentado su número de desempleados en 8,6 miles de personas frente a los 3,9 miles previstos.

Gráfico 3

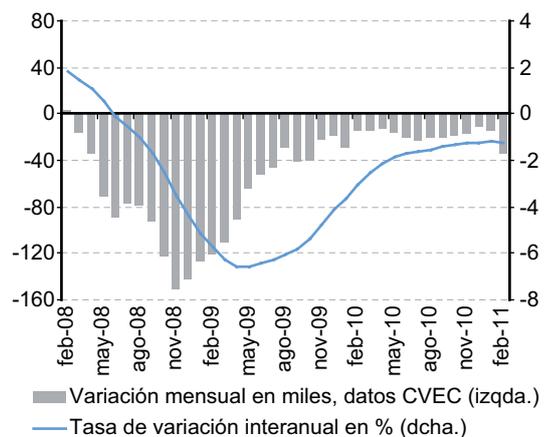
**España: desempleo registrado**



Fuente: BBVA Research a partir de datos del SPEE

Gráfico 4

**España: afiliación media a la Seguridad Social**



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC

**El sector exterior continúa liderando la recuperación de la economía**

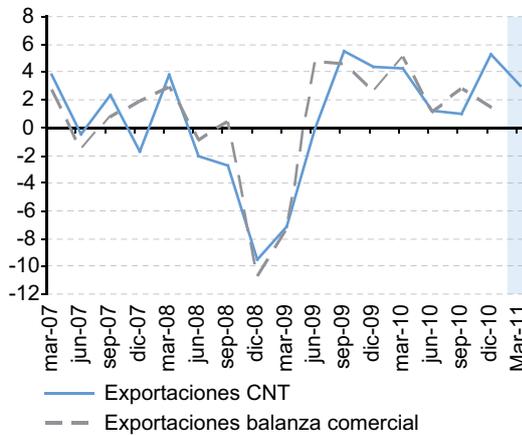
El crecimiento interanual del volumen de exportaciones de bienes cerró 2010 con un ritmo elevado (12,4% a/a) aunque, como cabía esperar, inferior al repunte del mes anterior (noviembre: 19,2% a/a). Los datos intermensuales corregidos de efectos estacionales y calendario mostraron un crecimiento moderado de las exportaciones (+0,3% m/m CVEC) aunque suficiente para corregir la caída intermensual registrada en el mes de noviembre. Por su parte, las importaciones de bienes crecieron a una tasa interanual del 9,0%, mejorando sustancialmente el comportamiento interanual observado en el mes anterior (2,8% a/a) y recuperando un tono que no se observaba desde el pasado mes de julio. Corregidas las variaciones estacionales propias del periodo, las importaciones intermensuales volvieron a terreno positivo, lideradas por el crecimiento de las importaciones de bienes intermedios (+3% m/m CVEC) a pesar de las caídas intermensuales registradas en las importaciones de bienes de capital (-3,8% m/m CVEC) y de consumo (-1,8% m/m CVEC).

Con datos a diciembre de 2010, el déficit de la balanza comercial se situó en -52,3 mil millones de euros (mM€) en el acumulado a doce meses, déficit ligeramente superior al registrado en el mes anterior (noviembre: -51 mM€). Este comportamiento del déficit comercial se debió a un empeoramiento en el saldo deficitario de la balanza energética cercano a 1,2 mM€, situando el acumulado anual en torno a los -35,4 mM€. Por su parte, el saldo de la balanza no energética se estabilizó en un déficit acumulado anual de -16,8 mM€. Con todo, el saldo deficitario como porcentaje del PIB se situó en el -4,9% en 2010, incrementándose en una décima con respecto al mes anterior y manteniéndose prácticamente estable con respecto al observado en 2009 (-4,8%). Los datos de balanza comercial a cierre de 2010 muestran, una vez más, la necesidad acuciante que tiene la economía española de reducir su factura energética, dado el buen comportamiento del sector exterior en términos de productos no energéticos.

Respecto a la cuenta corriente, se reduce el saldo deficitario acumulado a doce meses en mil millones de euros, situándose en -47,7 mM€ en diciembre frente a los -48,7 mM€ del mes anterior. El déficit de la balanza de bienes sufre un ligero repunte en el acumulado a doce meses de diciembre, hecho que vendría explicado por el empeoramiento del déficit energético propiciado, fundamentalmente, por el incremento del precio del crudo. Asimismo, destaca la estabilización del superávit de servicios y la mejora del déficit de rentas. La economía española cierra 2010 con un déficit por cuenta corriente que asciende al 4,5% del PIB, un punto inferior al déficit registrado en 2009.

Gráfico 5

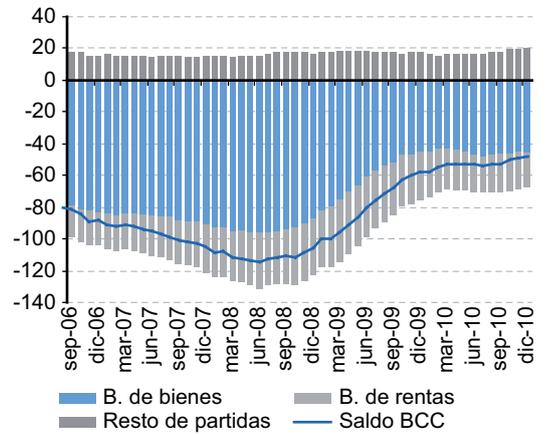
**España: exportaciones reales de bienes (variación t/t en %; cve)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 6

**España: balanza por cuenta corriente (miles de millones de euros, acumulado a 12 meses)**



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

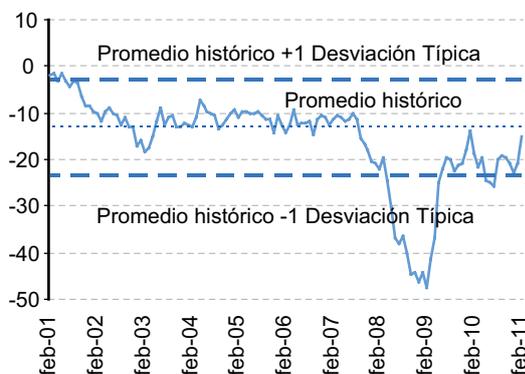
**El impacto en la actividad de la incertidumbre en los mercados financieros dependerá crucialmente de su persistencia. A este respecto, los indicadores de confianza no muestran un deterioro significativo. Por el contrario, han registrado una recuperación en febrero**

A pesar de la persistencia de las tensiones financieras en Europa, y del aumento de los precios del petróleo, tanto la confianza industrial como la de los consumidores españoles muestran movimientos positivos en febrero. Tal y como se observa en el gráfico adjunto, el indicador relativo al consumo se corrigió al alza en febrero hasta los -15,2 puntos desde los -21,0 registrados en enero. Así, la confianza de los consumidores vuelve a posicionarse ligeramente por debajo de su promedio histórico (-13,0), pero por encima de los valores históricamente atípicos registrados entre abril de 2008 y mayo de 2009.

En el caso de la confianza industrial se observó un avance desde los -8,3 puntos registrados en enero hasta los -7,2 en febrero. Si bien este avance es moderado, cabe destacar que la confianza industrial se mantiene en una cota superior a su promedio histórico (-8,9 puntos). Adicionalmente, es de prever que el ritmo de recuperación de la producción industrial se mantenga en los próximos meses. En particular, el indicador de expectativas de producción futura, que exhibe una alta correlación con el IPI corregido de calendario, volvió a incrementarse en febrero (0,6 puntos), aunque se mantiene todavía ligeramente por debajo de la media histórica (3,2 en febrero frente a una media de 4,3).

Gráfico 7

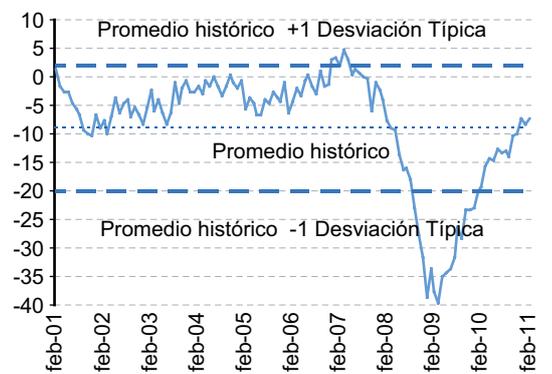
**España: confianza del consumidor (Saldo neto de respuestas)**



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Gráfico 8

**España: confianza industrial saldo neto de respuestas**



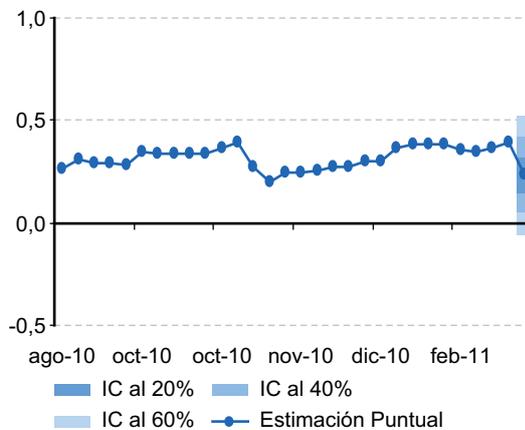
Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

### Ligera mejora de la actividad en el primer trimestre respecto al 4T11

En síntesis, con poco menos de un 50% de la información referente al primer trimestre de 2011 que utiliza nuestro modelo MICA-BBVA<sup>1</sup>, la previsión en tiempo real del crecimiento del PIB para ese trimestre se sitúa en el 0,2% t/t. Esta previsión está en línea con el crecimiento proyectado en nuestro escenario central (+0,2% t/t), pero es ligeramente peor de lo esperado hace un mes, cuando el modelo incluía un 20% de la información del trimestre (+0,4% t/t). Como señalamos en la última publicación de nuestra revista trimestral Situación España de principios de febrero<sup>2</sup>, la recuperación de la economía continúa siendo excesivamente débil e incapaz de evitar una ligera contracción del empleo. Como se observa en los Gráficos 9 y 10, aunque nuestra previsión central es positiva, los intervalos de confianza de nuestras previsiones de crecimiento en tiempo real siguen siendo amplios. En todo caso, este crecimiento continúa siendo consistente con nuestro escenario central en el que esperamos un avance del PIB en torno al 0,9% para el conjunto de 2011.

Gráfico 9

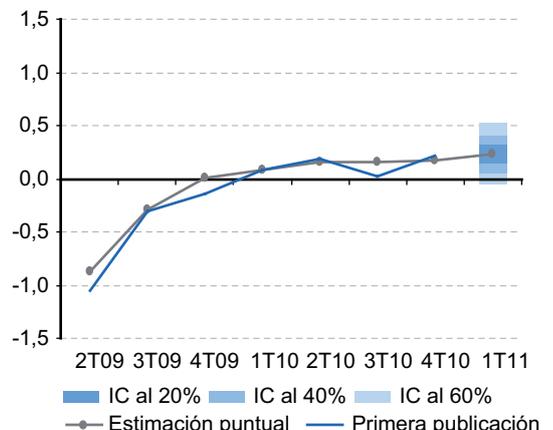
**España: previsiones de crecimiento del PIB para 1T11 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (% t/t)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10

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



Nota: Previsión actual: 2 de marzo de 2011.  
Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

### El déficit del conjunto de administraciones públicas se ha situado en el 9,24% del PIB en 2010. A pesar de que la administración central registró un déficit casi 1pp por debajo de su objetivo, las comunidades autónomas elevaron el suyo hasta el 3,39% del PIB

El déficit registrado por el conjunto de administraciones públicas a cierre de 2010 se elevó a 98.227 millones de euros, lo que en términos del PIB equivale a un 9,24%, dos puntos porcentuales por debajo del registrado en 2009 (-117.306 millones de euros; -11,2% del PIB). Por niveles administrativos el desempeño ha sido desigual: mientras la administración central ha concentrado el mayor ajuste fiscal situando su déficit casi un punto porcentual por debajo de su objetivo (-4,97% del PIB frente al objetivo del -5,9%), el resto de administraciones ha incumplido el límite establecido.

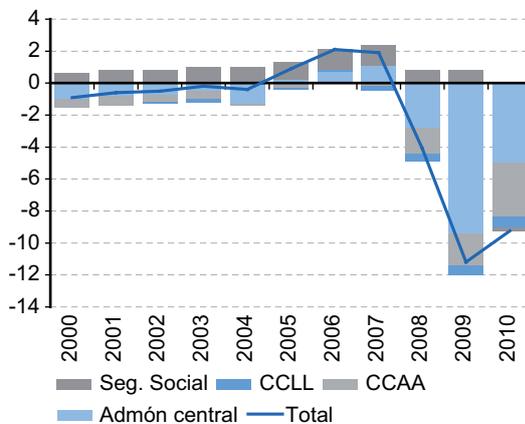
El buen comportamiento de la administración central se debe fundamentalmente a la positiva evolución de los ingresos no financieros, que se han visto favorecidos tanto por la subida de los tipos impositivos del IVA como por el resultado favorable al Estado de la liquidación definitiva de la participación de las administraciones territoriales de 2008 (resultado estimado en 0,69pp). Asimismo, las medidas de contención del gasto desarrolladas a lo largo del pasado año se han concretado en una reducción del 6% de los gastos no financieros respecto a 2009, que se concentra en el gasto de inversión (con una caída del 18% respecto al año anterior) y en las transferencias corrientes entre administraciones públicas, que presentan igualmente un descenso (7,3% respecto a diciembre de 2009, fundamentalmente, por la disminución de las transferencias al Servicio Público de Empleo). Por su parte, los gastos por pago de intereses continúan aumentando a un ritmo importante, en línea con lo esperado.

1: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21.

2: Disponible en: [http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1102\\_Situacionespana\\_tcm346-246265.pdf?ts=232011](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1102_Situacionespana_tcm346-246265.pdf?ts=232011)

Gráfico 11

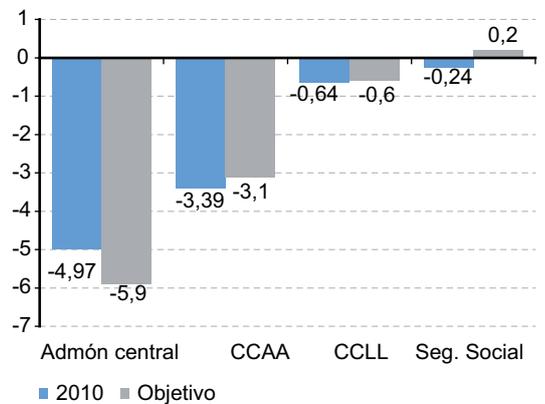
**España: necesidad de financiación de las AA.PP. % del PIB**



Fuente: Eurostat y MEH

Gráfico 12

**España: necesidad de financiación de las AA.PP. en 2010. % del PIB**



Fuente: MEH

Las comunidades autónomas en conjunto han registrado un déficit del 3,39% (1,4 p.p. por encima del registrado en 2009) de los cuales más de medio punto corresponde al efecto de la liquidación negativa del sistema de financiación correspondiente al 2008. Pese a este resultado, de los datos de ejecución presupuestaria se observa un importante esfuerzo de contención del gasto que se ha visto reducido en más de un punto porcentual respecto a 2009. Sin embargo este esfuerzo no ha sido suficiente como para compensar la caída de los ingresos de casi 3pp. Con todo, el comportamiento entre comunidades ha sido muy heterogéneo y cuatro comunidades han situado su déficit (sin incluir la liquidación al Estado) claramente por debajo del objetivo del -2,4%. Además del notable incumplimiento de Murcia y Castilla-La Mancha, ya destacado en la presentación de la ejecución presupuestaria del tercer trimestre de 2010, Valencia, Navarra, Cataluña y Baleares presentan desviaciones de más de un punto porcentual, por lo que el esfuerzo de consolidación fiscal para próximos ejercicios deberá ser muy considerable en todas estas comunidades. Pese a que la ejecución del cuarto trimestre siempre ha mostrado un claro empeoramiento de carácter estacional, estos datos ponen de manifiesto que el comportamiento de la ejecución presupuestaria en dicho trimestre ha sido mucho peor de lo previsto con la información disponible en el trimestre anterior. De haberse mantenido el grado de empeoramiento esperado, se debería haber cumplido el objetivo de déficit para el conjunto de comunidades de 2010.

La Seguridad Social, por su parte, ha cerrado el ejercicio 2010 con un déficit del 0,24%, por primera vez desde finales de los 90, e incumpliendo su objetivo de estabilidad fijado en un superávit del 0,2%. Este dato tiene origen principalmente en el saldo negativo registrado por el Servicio Público de Empleo Estatal (-0,29%), dado el volumen de las prestaciones por desempleo. El sistema de la seguridad social propiamente dicho, mantiene un ligero superávit del 0,11%.

La heterogeneidad en el grado de cumplimiento de los distintos niveles de gobierno y, sobre todo, por parte de las CC.AA. supone un riesgo de cara al objetivo de 2011, que exige el máximo rigor, austeridad y disciplina en el proceso de consolidación fiscal, puesto que la disminución del déficit a la que se aspira este año es mayor de la que se ha producido en 2010.

Cuadro 1

**España: déficit de las CCAA****% PIB regional 2010**

Castilla-La Mancha	-6,47	Asturias	-2,61
Murcia	-4,95	Cantabria	-2,59
Illes Balears	-4,16	Castilla y León	-2,56
Cataluña	-3,86	Galicia	-2,43
Navarra	-3,50	<b>Objetivo</b>	<b>-2,40</b>
Co.Valenciana	-3,47	Canarias	-2,31
La Rioja	-3,26	País Vasco	-2,24
Aragón	-3,07	Extremadura	-2,23
Andalucía	-2,99	Madrid	-0,69
<b>Total</b>			<b>-2,83</b>
Efecto liquidación negativa			-0,56
<b>Déficit 2010</b>			<b>-3,39</b>

Fuente: MEH

**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](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 0182.**

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

*Economista Jefe de España y Europa*

**Rafael Doménech**  
+34 91 537 36 72  
r.domenech@grupobbva.com

*Economista Jefe de España*

**Miguel Cardoso**  
+34 91 374 39 61  
miguel.cardoso@grupobbva.com

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

**Virginia Pou**  
+34 91 537 77 23  
virginia-puo@grupobbva.com

**Juan Ramón García**  
+34 91 374 33 39  
juanramon.gl@grupobbva.com

**Pep Ruiz**  
+34 91 537 55 67  
ruiz.aguirre@grupobbva.com

**Félix Lores**  
+34 91 374 01 82  
felix.lores@grupobbva.com

**Camilo Andrés Ulloa**  
+34 91 537 84 73  
camiloandres.ulloa@grupobbva.com

**Isabel Mohedano**  
+34 91 374 62 66  
isabel.mohedano@grupobbva.com

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**Jorge Sicilia**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com  
Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com  
Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com  
Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com  
Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com  
Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com  
Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com  
Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com  
México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk  
Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com  
Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com  
Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl  
Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.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

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@grupobbva.com  
www.bbvaresearch.com