

Observatorio Económico

España

Madrid, 7 de junio de 2011
Análisis Económico

Unidad de España

2T11: Sin cambio significativo de tendencia

- **La información conocida del segundo trimestre de 2011 anticipa una moderada mejoría de la actividad respecto al primero**
De consolidarse las tendencias observadas hasta ahora, el crecimiento intertrimestral en 2T2011 se situaría en el 0,3%, todavía insuficiente para crear empleo sin la ayuda de la estacionalidad.
- **Los indicadores de consumo e inversión continúan reflejando la debilidad de la recuperación de la demanda doméstica privada**
La tendencia se corresponde con unos fundamentales que se mantienen débiles y que no modifican las expectativas sobre una recuperación lenta de la demanda interna. La finalización o puesta en marcha de incentivos fiscales y el proceso de reducción del déficit público continúan marcando la evolución de algunos sectores.
- **Por su parte, las exportaciones siguen creciendo y lo hacen a tasas anualizadas elevadas**
Por el momento, no se observan signos de desaceleración, aunque es previsible una moderación durante los próximos meses.
- **La estabilización en el precio de los bienes energéticos supondría una confirmación de que sus efectos serán limitados**
Si se logran evitar los efectos de segunda ronda, el aumento observado del precio del petróleo tendría un impacto acotado sobre actividad e inflación, aunque habría detenido la mejora del déficit de la balanza por cuenta corriente.
- **La tendencia de mejora en los ingresos públicos será suficiente para cumplir los objetivos de déficit sólo si se cumplen rigurosamente las metas de gasto**
Al contrario que para el Estado, los datos de ejecución presupuestaria de las CC.AA. del primer trimestre han mostrado una preocupante desviación respecto al objetivo, lo que exige una reducción del gasto muy rigurosa e intensa en los próximos trimestres.

Los datos de Contabilidad Nacional del primer trimestre del año, en línea con el escenario de BBVA Research

La economía española volvió a crecer de forma moderada en el primer trimestre de 2011, esta vez en torno al 0,3% t/t. Este dato coincidió con nuestras estimaciones en tiempo real del PIB (MICA-BBVA:0,3% t/t), y estuvo ligeramente por encima de lo previsto en nuestro escenario base (0,2% t/t) por el comportamiento del consumo público, que aumentó un 1,4% t/t. No obstante, la demanda externa, con un crecimiento de las exportaciones del 21% anualizado, evidenció una composición más favorable de lo esperado en lo que respecta a los intercambios con el exterior.

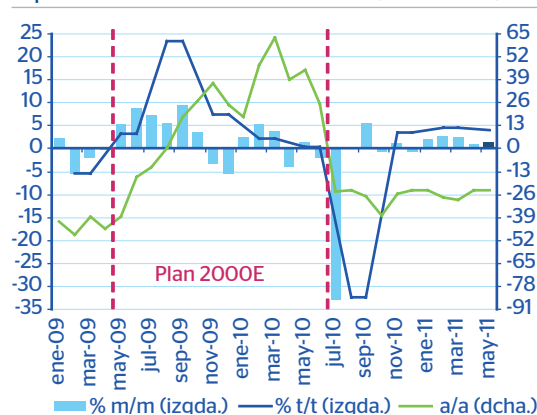
El crecimiento del primer trimestre continuó siendo relativamente tímido e insuficiente para generar empleo (-109,5 miles de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo), lo que se tradujo en un incremento de la productividad aparente del factor trabajo que, unida a la evolución de la remuneración por asalariado, resultó en una nueva reducción de los costes laborales unitarios. Por lo tanto, el detalle de la Contabilidad Nacional para el primer trimestre no afecta significativamente a nuestra visión general acerca de la recuperación gradual de la economía española caracterizada, a grandes rasgos, por un crecimiento tenue y sin creación de empleo que, aunque impulsado por la fortaleza de las exportaciones, sigue viéndose lastrado por la debilidad de la demanda doméstica.

Los registros de abril y mayo no indican un cambio de tendencia en lo que respecta al consumo de los hogares

Los indicadores de consumo privado continúan sin mostrar una clara mejoría en mayo, aunque siguen exhibiendo un crecimiento positivo. En particular, cuando se corrigen los datos de la estacionalidad propia de cada periodo y de las diferencias de calendario (cvec), se obtiene que el número de turistas matriculados en mayo se incrementó un 1,3% (m/m), principalmente como consecuencia de la demanda realizada por parte de las empresas, lo que indica que las compras hechas por particulares continúan mostrando debilidad. Asimismo, las ventas reales del comercio al por menor mostraron un crecimiento por encima de lo esperado durante el mes de abril (1,2% m/m, cvec), que compensó el dato desfavorable de marzo y que podría apuntar a una contribución positiva del comercio minorista al crecimiento del consumo de los hogares en 2T11.

Gráfico 1

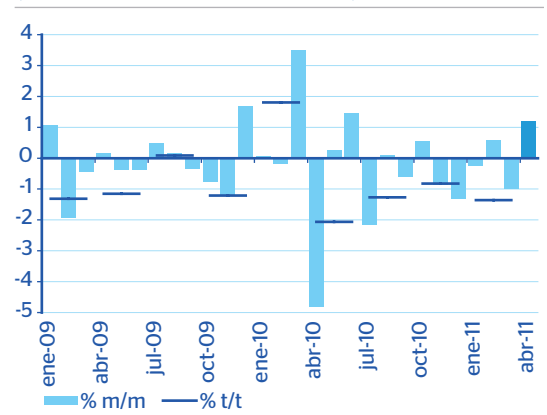
España: matriculaciones de turistas (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Garvam

Gráfico 2

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

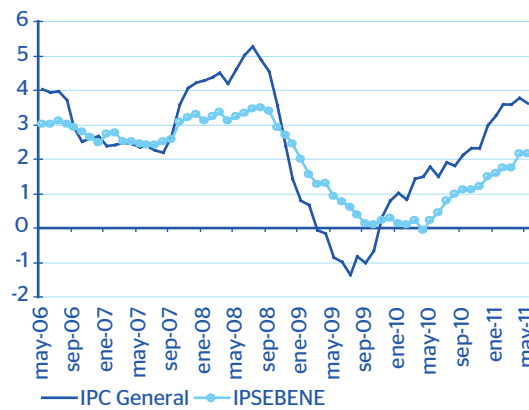


* CVEC: datos corregidos de variaciones estaciones y efecto calendario
Fuente: BBVA Research a partir de INE

De consolidarse los actuales niveles del precio de la energía, la inflación habría comenzado una senda descendente

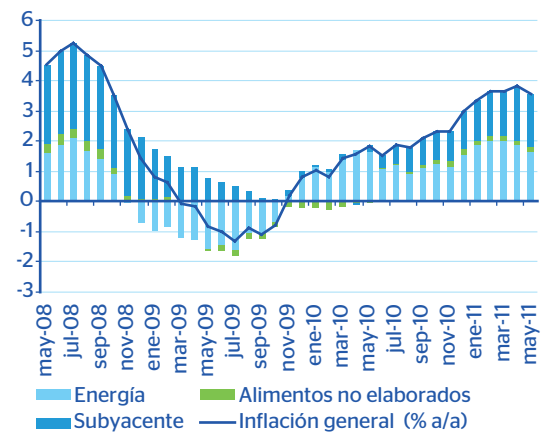
Según el indicador adelantado del IPC, la inflación anual se desaceleró en mayo 0,3pp hasta el 3,5% a/a, cifra ligeramente por debajo de nuestra previsión (BBVA Research: 3,6% a/a). La inflación anual, medida a través del IPCA, se habría ralentizado también 0,1pp, hasta el 3,4% a/a. La desaceleración observada en mayo responde fundamentalmente a la menor inflación energética, como viene anticipando la evolución de los precios de los carburantes. No obstante, la elevada tasa de inflación continúa explicada por los precios de las materias primas. A la espera de conocer los resultados detallados, nuestras estimaciones apuntan a que la inflación subyacente se habría mantenido relativamente estable en el 2,1% a/a. Sin embargo, el dato avanzado sugiere que la moderación de los precios de los servicios tras la Semana Santa, especialmente en la rúbrica de viaje organizado Semana Santa, puede haber sido algo mayor de lo anticipado.

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



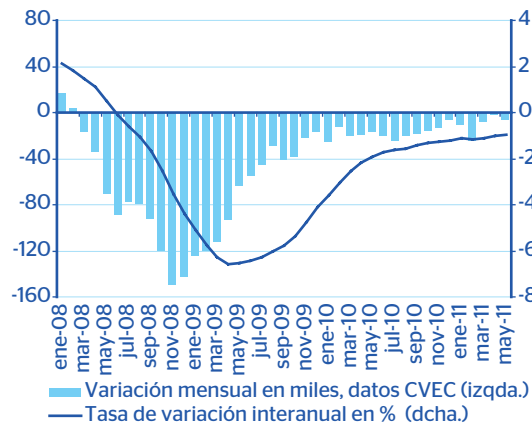
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Aunque ha disminuido sensiblemente la caída de la afiliación a la Seguridad Social, el crecimiento de la economía es insuficiente para crear empleo

Los registros de mayo confirman la situación de estancamiento por la que atraviesa el mercado laboral español. En línea con nuestras expectativas, la afiliación media a la Seguridad Social volvió a crecer en mayo por motivos estacionales, esta vez en torno a las 118 mil personas (BBVA Research: +128 mil). Sin embargo, las cifras cvec muestran un deterioro del número de afiliados (-7 mil personas) similar a lo sucedido, en promedio, durante los últimos 6 meses. Asimismo, corregida la estacionalidad propia del periodo, tan solo los servicios y la agricultura crearon empleo, mientras que la construcción mostró cierta aceleración en el ritmo de destrucción de puestos de trabajo, probablemente como consecuencia del ajuste en la inversión pública.

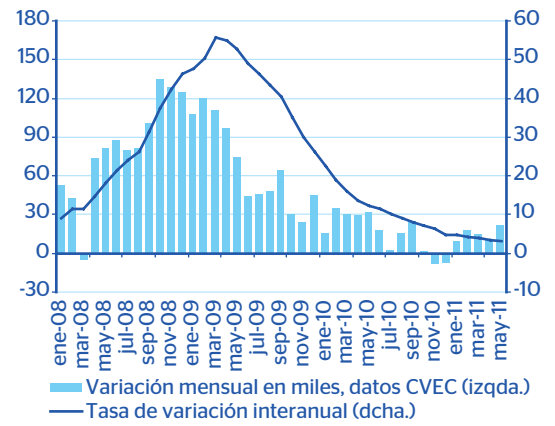
Por otro lado, el desempleo registrado disminuyó en 80 mil personas también por causas estacionales, cifra en línea con lo previsto (BBVA Research: -95 mil). Si bien el número de desempleados se redujo en todos los sectores productivos, el paro registrado en servicios cayó casi la mitad de lo esperado y solo por factores estacionales. Corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario, el aumento del paro se situó entorno a las 17 mil personas. Finalmente, el crecimiento de la contratación temporal compensó la disminución de la indefinida, incrementando la ratio de temporalidad hasta el 92,3% cvec.

Gráfico 5
España: afiliación media a la Seguridad Social



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 6
España: desempleo registrado



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

La actividad en el sector de la vivienda residencial continuó marcada por los incentivos fiscales

Durante el mes de marzo el número de compraventas de viviendas ascendió a 33.106, lo que supuso una reducción del 11,9% en términos interanuales. Los datos cvec de marzo mostraron una caída intermensual del 7,0%, el mayor descenso desde mayo de 2008. Así, tal y como adelantábamos en el pasado observatorio económico, en el mes de marzo parece reflejarse en su totalidad el agotamiento del efecto de adelanto derivado de la eliminación de la deducción por compra de vivienda para rentas de más de 24.100 euros que pareció soportar la caída de ventas en el mes de enero (debido al retraso temporal que se produce desde que se adquiere una vivienda hasta que se inscribe en el Registro de la Propiedad).

Por el lado de la oferta, durante el mes de marzo se firmaron 6.840 visados de construcción de viviendas de obra nueva según los datos publicados por el Ministerio de Fomento. El dato se situó por debajo de lo previsto y apunta a que el total del año se encontrará alrededor de los 100 mil visados. Por otro lado, en marzo el número de actuaciones asociadas a la rehabilitación experimentó una nueva recuperación respecto al mes anterior. El crecimiento de los visados de ampliación y reforma, tras corregir los datos de variaciones estacionales y efecto calendario, fue del 4,2% m/m. Una recuperación que, seguramente, continúe durante los próximos meses si tenemos en cuenta la entrada en vigor de la nueva deducción por rehabilitación, que pasa del 10% al 20% del coste de la obra y amplía de 50 mil a 70 mil euros anuales el límite de renta a partir de la cual puede aplicarse.

La demanda interna compensa el buen desempeño de la externa en la industria

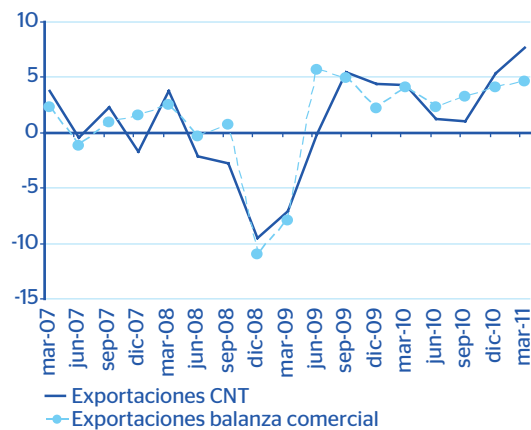
Tal y como anticipaban los indicadores de confianza de la industria, el IPI de abril corregido de calendario retrocedió un 1,6% a/a, en línea con nuestras expectativas, si bien ligeramente por debajo de nuestra previsión central (BBVA Research: -1,1% a/a). La mayor parte de esta corrección a la baja se debe al efecto base relacionado con la retirada de los estímulos fiscales tanto en Europa como, principalmente, en España (vg., aumento del IVA, finalización de planes de achataamiento en Europa), que impulsaron la demanda durante el primer semestre de ese año. Las cifras corregidas sugieren un crecimiento mensual positivo, aunque moderado, del IPI. Hacia delante, el indicador de expectativas de producción futura apunta a una continuidad, al menos en el corto plazo, de la tendencia de ralentización del crecimiento interanual del IPI, si bien la persistencia de la cartera de pedidos de exportación en cotas elevadas sigue anticipando un comportamiento positivo de las ramas de la industria enfocadas al sector exterior.

Las exportaciones continúan fuertes y suponen el mayor soporte de la lenta recuperación

Los datos intermensuales en volumen de marzo, corregidos de efectos estacionales y calendario, exhibieron una contracción de las exportaciones (-1,2% m/m cvec) fundamentalmente debida a la partida de bienes de capital (-15,8% m/m cvec), que sigue mostrándose muy volátil y que más que compensó la expansión de las exportaciones de bienes intermedios (+3,4% m/m cvec). Asimismo, las importaciones crecen en todas sus partidas, si bien destaca el crecimiento de las importaciones de bienes intermedios (+6,7% m/m cvec). Tras varios meses de caída o estancamiento, se confirma la recuperación de las importaciones de bienes de consumo (+3,6% m/m cvec), ya observada en febrero.

Gráfico 7

Exportaciones reales de bienes, variación t/t CVEC (%)

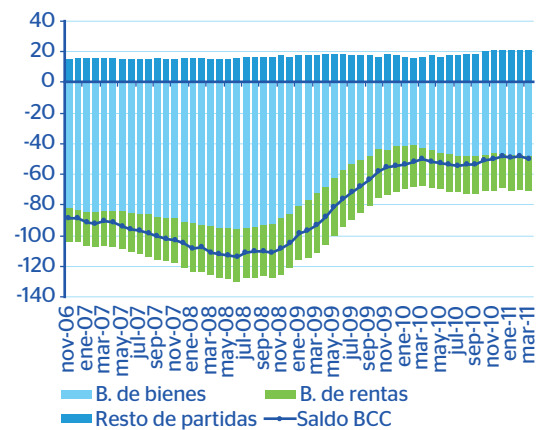


Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Gráfico 8

Cuenta corriente

por balanzas, acumulado a 12 meses (Euros)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

El aumento en el precio del petróleo y la elevada prima de riesgo detienen la mejora en el déficit por cuenta corriente

En línea con lo observado en los meses previos, el déficit de la balanza por cuenta corriente se encuentra estabilizado en la horquilla que va de los -47,5 a los -50 miles de millones de euros en el acumulado a 12 meses, si bien experimenta un ligero deterioro con respecto al dato acumulado del pasado mes. El dato de marzo cierra 1T11 con un déficit por cuenta corriente que asciende al -4,7% del PIB, dos décimas superior al registrado en el último trimestre del pasado año.

La tendencia de mejora en los ingresos públicos será suficiente para verificar los objetivos de déficit sólo si se cumplen rigurosamente las metas de gasto

Las comunidades autónomas en conjunto registraron un déficit del 0,47% del PIB en 1T11 (casi dos décimas porcentuales por encima de la previsión del Gobierno central). Mientras que los ingresos autonómicos siguen cayendo respecto al año anterior -aunque a tasas mucho más moderadas que en trimestres anteriores-, el gasto de las comunidades autónomas presenta un crecimiento interanual del 5%, observándose contención del gasto solo en el capítulo de gastos de personal.

El comportamiento entre comunidades vuelve a ser dispar. Castilla-La Mancha, Baleares y Murcia son las comunidades que registran un déficit, en relación al PIB regional, más elevado, en torno a 1pp, mientras que Aragón, La Rioja y Galicia son las únicas que presentan ligeros superávits. Pese a que los datos del primer trimestre no son representativos del conjunto del año, estas cifras parecen adelantar que más de la mitad de las comunidades deberán intensificar considerablemente sus esfuerzos de consolidación fiscal para reconducir sus cuentas hacia la consecución del objetivo de déficit.

Una vez conocidas estas cifras, se estima que el déficit del conjunto de administraciones públicas se situó en torno al 0,6% del PIB en el primer trimestre de 2011.

Por su parte, el déficit del Estado acumulado a abril de 2011 fue de 2.450 millones de euros, lo que supone casi la mitad del acumulado en el mismo periodo de 2010. Los ingresos del Estado acumulados a abril presentaron una caída del 8,6%, arrastrados por los ingresos tributarios (que representan casi un 90% del total) que registraron una disminución del 14,4%. Conviene recordar que esta evolución viene determinada por el sistema de financiación autonómica que se aplica íntegramente por primera vez en 2011 y, como consecuencia, se registra un importante descenso en los pagos por transferencias a las comunidades autónomas y unos menores ingresos tributarios del Estado por el aumento del porcentaje de cesión a las mismas. Por el lado del gasto, continúa el ajuste, presentando éste caídas respecto al año anterior en casi todas sus partidas. El recorte del gasto vuelve a concentrarse en el gasto de capital, con una reducción acumulada hasta abril de casi el 40%. La remuneración de asalariados sigue contrayéndose, exhibiendo una disminución del 3,1%. Por su parte, las transferencias corrientes entre administraciones públicas presentan un descenso del 21,8% respecto a abril de 2010, básicamente, por las menores entregas a cuenta del sistema de financiación.

Analizando los datos de recaudación se observan signos de mejoría en la evolución de la mayoría de los ingresos tributarios que, en conjunto, aumentaron un 4,2% hasta abril de 2011. La recuperación de los ingresos tributarios está, una vez más, liderada por el incremento del IVA -con un crecimiento homogéneo del 8,8%- que está condicionado por el impacto normativo de la subida de tipos del año pasado que más que compensa la desaceleración que supone la agilización de las devoluciones. En cuanto al resto de ingresos tributarios, el IRPF sigue moderando su recuperación, afectado tanto por las menores retenciones de capital como por el comportamiento negativo de las retenciones del trabajo de PYMES y administraciones públicas. Tras el primer pago fraccionado del año, el impuesto de sociedades sigue registrando crecimientos negativos, principalmente por el empeoramiento de los pagos de los grupos consolidados, afectados por la libertad de amortización y unas mayores provisiones. Finalmente, los impuestos especiales siguen acumulando caídas, afectados sobre todo, por los descensos en la recaudación de hidrocarburos y de labores del tabaco.

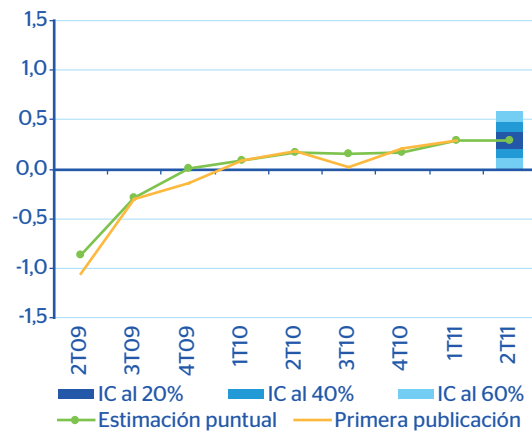
El crecimiento del segundo trimestre de 2011 está siendo similar al del primero

En síntesis, con cerca del 50% de la información referente al segundo trimestre de 2011 que utiliza nuestro modelo MICA-BBVA, la previsión en tiempo real del crecimiento del PIB para ese trimestre se sitúa en el 0,3% t/t, en línea con el crecimiento proyectado en nuestro escenario central (+0,2% t/t). Como señalamos en la última publicación de nuestra revista trimestral Situación España de principios de mayo¹, la recuperación de la economía continúa siendo excesivamente débil e incapaz de evitar una contracción del empleo, una vez que se corrigen los datos de la estacionalidad propia del trimestre. En todo caso, el crecimiento es consistente con nuestro escenario central en el que esperamos un avance del PIB cercano al 1% para el conjunto de 2011.

¹: Disponible en: http://www.bbvaresearch.com/KETD/ketd/Descargas?pais=ESPA&canal=web&tipocontenido=AFON&idioma=ESP&pdf=/fbin/mult/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf&ididoc=es&tipopublicacion=Situacion_Espana&tematica=/MACR/RVSE/

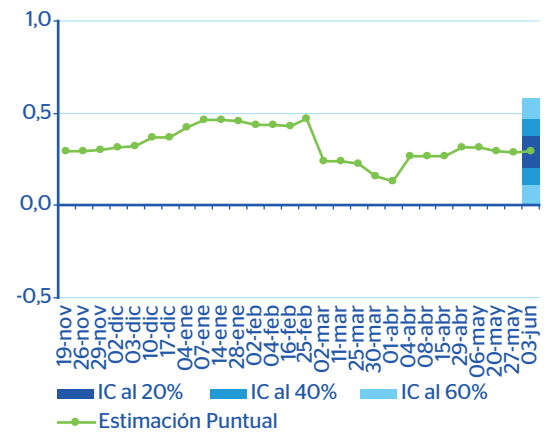
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 9
España: crecimiento observado del PIB
y previsiones del Modelo MICA-BBVA (%/t)



Previsión actual: 3 de junio de 2011
Fuente: BBVA Research

Gráfico 10
España: previsiones de crecimiento
del PIB para 2T11 en el Modelo MICA-BBVA
según fecha de estimación (%/t)



Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.g@bbva.com

Félix Lores

+34 91 374 01 82

felix.lores@bbva.com

Miguel Pérez

+34 91 374 75 28

m.perezvillaseca@bbva.com

Pep Ruiz

+34 91 537 55 67

ruiz.aguirre@bbva.com

Isabel Mohedano

+34 91 374 62 66

isabel.mohedano@bbva.com

Virginia Pou

+34 91 537 77 23

virginia.pou@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

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Latam

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

rdomelech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.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@grupobbva.com

www.bbvaresearch.com