

# Observatorio Económico

## España

Madrid, 6 de julio de 2011  
Análisis Económico

Unidad de España

## El segundo trimestre acaba con un crecimiento similar al primero

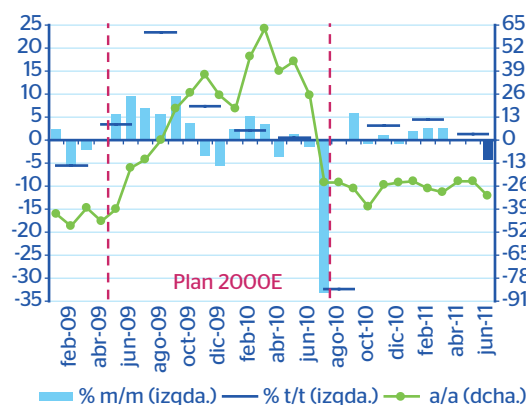
- **La información conocida del segundo trimestre de 2011 anticipa que la economía española habría mantenido su ritmo de débil crecimiento**  
De consolidarse las tendencias observadas en los indicadores disponibles a la fecha de cierre de este observatorio, el crecimiento intertrimestral en 2T11 se situaría en el 0,2% (0,7% a/a, frente a 0,8% a/a en 1T11), 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 continúan 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 presentan una ligera desaceleración desde niveles relativamente elevados**  
Por el momento, la desaceleración podría deberse a fenómenos temporales y se espera una recuperación en el segundo semestre del año.
- **La estabilización del precio de los bienes energéticos supone la confirmación de que sus efectos serán limitados**  
Si se logran evitar los efectos de segunda ronda, el aumento observado del precio del petróleo continuará teniendo un impacto acotado sobre actividad e inflación y supondrá un alivio para el sector privado en el segundo semestre del año.
- **La mejora en los ingresos públicos ayudará a cumplir los objetivos de déficit sólo si se cumplen rigurosamente las metas de gasto**  
La recaudación de las principales figuras tributarias continúa mostrando mejorías, impulsada por el IVA y, en menor medida, por el IRPF. A pesar de esta mejora, que está en línea con las previsiones, sólo un ajuste fiscal muy riguroso y estricto por la vía de la reducción del gasto público, particularmente entre las CC.AA., garantizará que se alcancen los objetivos a final de 2011.

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

Los indicadores de consumo privado continuaron sin mostrar mejoría en junio. En particular, cuando se corrigen los datos brutos de matriculaciones de la estacionalidad propia del mes y del efecto calendario, nuestras estimaciones indican que el número de turismo matriculado en junio disminuyó un 4,2% m/m. La evolución desfavorable de la demanda por parte de las empresas y alquiladoras contribuyó al deterioro de las matriculaciones, sesgando a la baja nuestra previsión para el conjunto del año hasta las 840 mil unidades. Asimismo, las ventas reales del comercio al por menor cayeron un 2,6% m/m CVEC en mayo. Se observó que todos los grupos de bienes contribuyeron a dicha reducción. La disminución, superior a nuestra previsión central, compensó el dato favorable de abril y apunta nuevamente a una contribución negativa del comercio minorista al crecimiento del consumo de los hogares en 2T11.

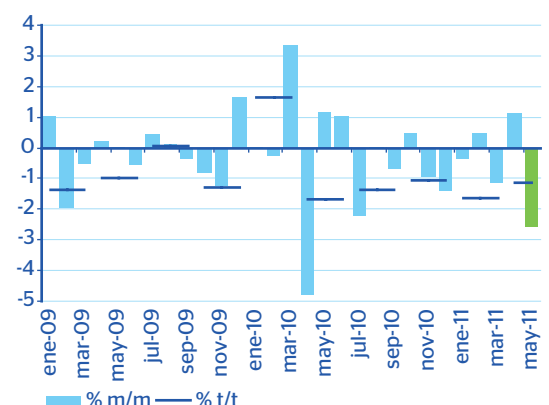
El comportamiento de estos indicadores de gasto contrasta con lo observado en todos los componentes del índice de confianza del consumidor, que evolucionaron positivamente durante el mes de junio. Las perspectivas de los consumidores sobre la situación económica general mejoraron desde los -11,5 puntos en mayo hasta los -6,3 en junio. Del mismo modo, las expectativas relativas al desempleo en los próximos 12 meses y a la situación financiera registraron avances de 4,3 y 3,3 puntos respectivamente. Por su parte, las expectativas de ahorro se recuperaron de forma marginal (+1,8 puntos).

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



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Garvam

Gráfico 2  
**España: comercio al por menor (Precios constantes. Datos CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Las cuentas no financieras del primer trimestre apuntan al efecto negativo de la mayor inflación sobre el ahorro y al retraso en el proceso de consolidación de las cuentas públicas

Mientras los hogares y las empresas siguieron la tendencia esperada y continuaron registrando en conjunto capacidad de financiación, la interrupción en la mejora del ahorro de las administraciones públicas dio lugar a que la economía haya mantenido unas necesidades de financiación relativamente elevadas del 4,0% del PIB en el acumulado anual en el primer trimestre del año. En el acumulado de los últimos cuatro trimestres, los hogares han reducido su capacidad de financiación respecto al último dato de 2010 como consecuencia de una disminución de su ahorro, que específicamente tiene más que ver con el incremento observado de la inflación y la caída de la renta bruta disponible, que con una reactivación del gasto privado. Por el contrario, las empresas han incrementado su capacidad de financiación de la mano de un ahorro creciente y de la corrección que se sigue observando en la inversión. Por último, las administraciones públicas presentaron en el 1T11 un déficit acumulado anual del 9,3% del PIB, similar al observado en el 4T10, por lo que se detuvo la mejora observada en el agregado anual iniciada hace un año.

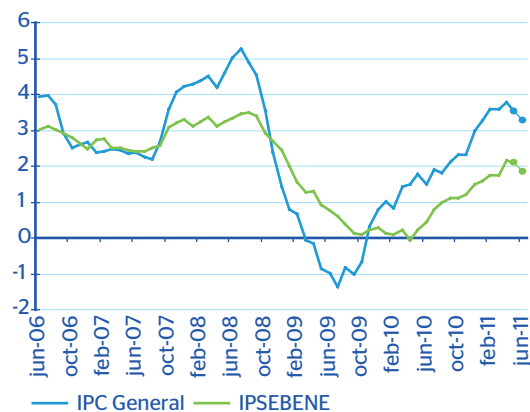
El endurecimiento del proceso de consolidación fiscal y la disminución de la inflación que permita un mayor nivel de ahorro a los agentes deberían ayudar a que el proceso de disminución de necesidades de financiación de la economía se reactive en el segundo semestre del año.

### La inflación ha comenzado una senda descendente como consecuencia, principalmente, de la moderación en el precio de los carburantes

Según el indicador adelantado del IPC la inflación anual se desaceleró en junio 0,3pp hasta el 3,2% a/a, cifra ligeramente inferior a nuestra previsión central (BBVA Research: 3,3% a/a). La inflación anual medida a través del IPCA se habría desacelerado 0,4pp hasta el 3,0% a/a. La continuidad de la tendencia de desaceleración del precio de los carburantes durante las últimas semanas junto al comportamiento de los precios del tabaco y los alimentos y bebidas no alcohólicas podrían estar detrás de la ligera innovación a la baja de los precios al consumo en junio. No obstante, la elevada tasa de inflación continúa siendo explicada por los precios de las materias primas. A la espera de conocer los resultados detallados, nuestras estimaciones apuntan a que la desaceleración observada en junio responde no solo a la moderación de los precios de los productos energéticos, sino también a la desaceleración del componente subyacente de alrededor de 0,2pp (BBVA Research: 1,9% a/a).

Gráfico 3

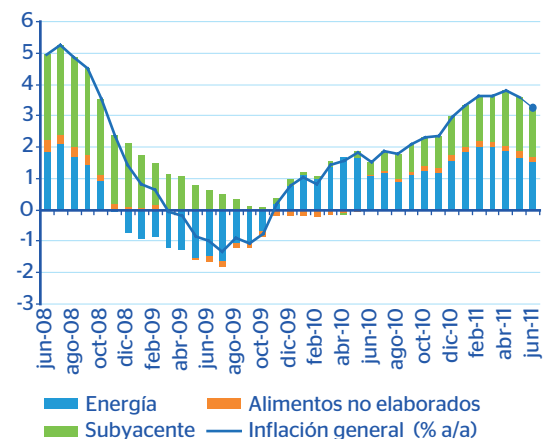
#### España: inflación (Tasa de variación interanual)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4

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

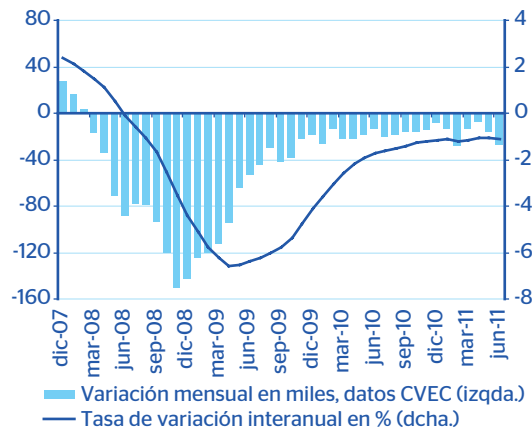


Fuente: BBVA Research a partir de INE

### Los datos de junio confirman la debilidad del mercado laboral y la incapacidad de la economía para crear empleo

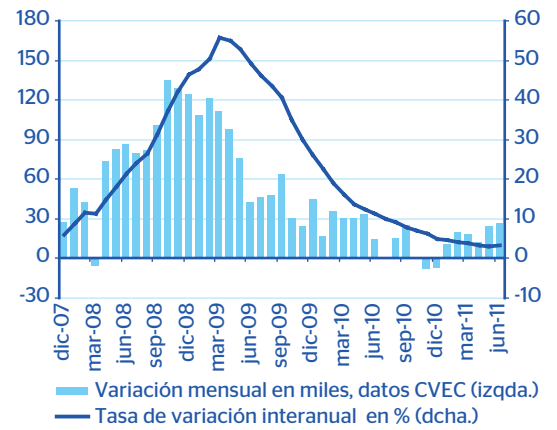
Durante el mes de junio se observó un deterioro de la afiliación a la Seguridad Social y un aumento del desempleo registrado en junio en cifras cvec. En particular, la afiliación media a la Seguridad Social se redujo en torno a las 6 mil personas en datos cvec (BBVA: Research: +30 mil). En general, se observa un deterioro de la ocupación en todos los sectores de la economía, donde especialmente el comportamiento de los servicios y de la agricultura, peor de lo esperado, explica la ligera innovación a la baja en la afiliación. Por lo tanto, el 2T11 se cierra con una caída de la afiliación similar a la del 1T11, pero con un incremento del paro superior. Así, la reducción del desempleo registrado en junio (-67,9 miles de personas) se situó en línea con lo esperado, si bien por debajo de nuestra previsión central (-90,0 miles). Una vez corregida la estacionalidad propia del mes, el paro registrado creció por sexto mes consecutivo, esta vez en torno a las 27 mil personas.

Gráfico 5  
**España: afiliación media a la Seguridad Social**



Fuente: BBVA Research a partir del MTIN

Gráfico 6  
**España: desempleo registrado**



Fuente: BBVA Research a partir de SPEE

### De mantenerse la tendencia, la inversión residencial podría haber incrementado el ritmo de deterioro en 2T11

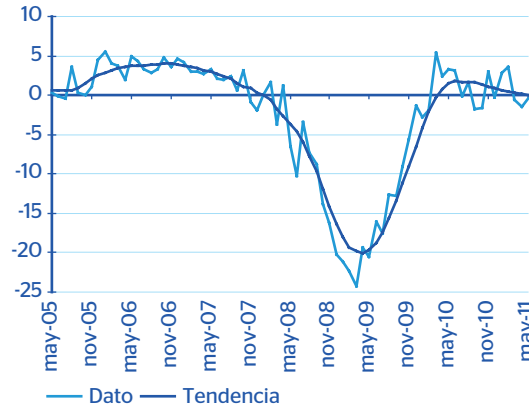
Durante el mes de abril se firmaron 5.922 visados de construcción de viviendas de obra nueva según los datos publicados por el Ministerio de Fomento. Utilizando cifras cvec, la concesión de visados en abril fue un 2,6% inferior a la del mes de marzo. Un descenso que, tras la gran corrección del mes anterior, situaría la iniciación de viviendas en niveles mínimos históricos. El dato, que se ha situado por debajo de nuestra previsión central, confirma que durante el segundo trimestre del año es muy posible que se interrumpa el lento proceso de menor deterioro que se venía observando en la actividad residencial.

### La producción industrial evolucionó en mayo ligeramente mejor a lo que apuntaban nuestras previsiones centrales

Tal y como anticipaban los indicadores de confianza de la industria del mes de mayo, la producción industrial corregida de calendario volvió a caer en términos interanuales ese mes. La mayor parte de esta corrección a la baja, sin embargo, se debe tanto al efecto base que impulsó el crecimiento en el 1S10, como a la estacionalidad propia del período, de tal forma que cuando se corrigen las cifras de calendario y de variaciones estacionales se aprecia un crecimiento mensual positivo del IPI (+0,3% m/m CVEC). Adicionalmente, se observó una evolución positiva tanto de los bienes de equipo como de los de consumo que, compensada solo de forma parcial por los bienes intermedios y los energéticos, resultó en un retroceso interanual ligeramente menor al que apuntaba nuestra previsión central. En síntesis, el dato observado debe ser valorado globalmente de forma positiva. Hacia delante, tanto el indicador de expectativas de producción futura (último dato: junio) como la cartera de pedidos de exportación apuntan a una pausa, al menos en el corto plazo, del deterioro interanual de la producción industrial

Gráfico 7

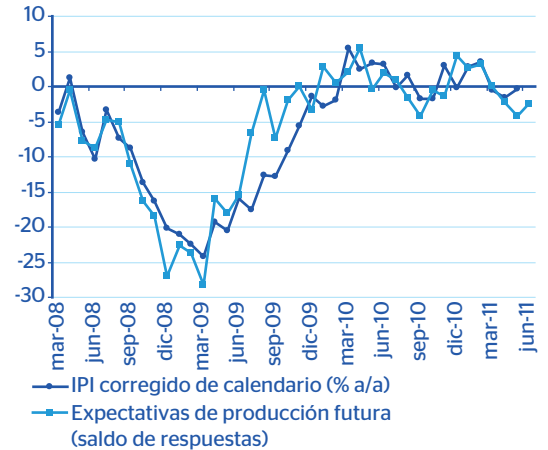
**España: IPI corregido de calendario (tasa crecimiento interanual)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 8

**España: confianza y producción industrial**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Comisión Europea

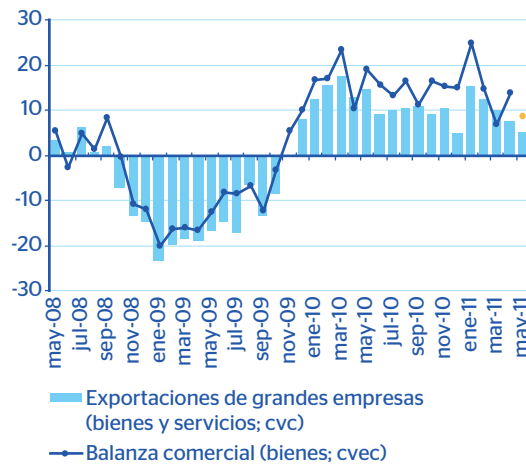
**Las exportaciones se desaceleran en 2T11, aunque los indicadores de confianza apuntan a que podría ser temporal**

Los datos de la balanza comercial correspondientes al mes de abril muestran una reducción del déficit en el acumulado a 12 meses de mil millones de euros situándose en 51,6 mil millones de euros, principalmente por el mejor comportamiento del déficit no energético. El crecimiento intermensual corregido de variaciones estacionales tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes en volumen fue negativo y destaca especialmente la caída intermensual de las importaciones de bienes que afecta a todos los grandes sectores, especialmente a bienes de capital. Por el lado de las exportaciones, las de bienes de consumo representan la única partida por grandes sectores que registra crecimiento intermensual positivo. De extenderse el comportamiento observado en el mes de abril, tal y como adelantan los indicadores de ventas exteriores e interiores de grandes empresas de mayo, se prevé un deterioro intertrimestral en el crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes en volumen, aunque la aportación de la demanda externa al crecimiento probablemente continuaría siendo positiva.

No obstante, la cartera de pedidos de la industria registró un avance de 3,3 puntos que, siendo enteramente atribuibles a la cartera de pedidos de exportación (+3,3 puntos), contribuyó en 1,1 puntos a la mejora de la confianza industrial. Por otro lado, con el dato de junio las expectativas de producción futura rompen la tendencia de caída observada en los meses recientes, situándose en los -2,4 puntos (frente a una media histórica de 4,2 puntos), y contribuyendo en 0,6 puntos a la mejora de la confianza industrial. Cabe resaltar nuevamente que aunque la cartera de pedidos de la industria continúa situándose por debajo de su media histórica (-21,1 frente a una media de -16,0), la de exportaciones se mantiene significativamente por encima (-13,0 en junio frente a una media de -24,8), confirmando nuestro diagnóstico sobre los elementos que caracterizan la recuperación de la actividad en España: fortaleza de la demanda externa a pesar de la debilidad de la demanda doméstica. En síntesis, a pesar de que no se puede descartar una corrección a la baja en el crecimiento de las exportaciones, la actividad exportadora se mantendrá en niveles elevados,

Gráfico 9

### Exportaciones reales. Tasa de variación a/a (%)\*



\* En amarillo se indica la previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de AEAT y MICT

Gráfico 10

### España: confianza industrial



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

## La mejora en los ingresos públicos ayudará a alcanzar los objetivos de déficit sólo si se cumplen rigurosamente las metas de gasto

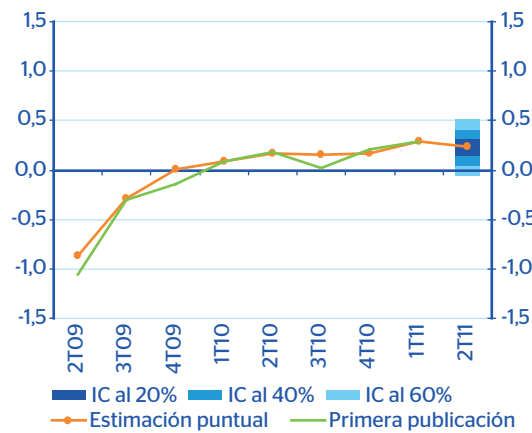
Continúa el ajuste de las cuentas del Estado, registrando un déficit del 1,26% del PIB acumulado a finales de mayo 2011, 0,5pp menos que en el mismo periodo del año pasado. El pleno funcionamiento del sistema de financiación autonómica que reduce el peso del Estado en el conjunto de las AAPP. Esto último implica un importante descenso tanto en el pago por transferencias a las comunidades autónomas como en los ingresos tributarios por el incremento del porcentaje de cesión a las mismas. De esta forma, los ingresos del Estado acumulados hasta mayo de 2011 presentan una caída del 10,3%, arrastrados por ingresos tributarios (que representan un 85% del total) que registran una caída del 17,8%. La contrapartida de lo anterior es que continúa el ajuste del gasto no financiero, concentrándose precisamente en las transferencias corrientes entre administraciones públicas y en la inversión. Así, el recorte del gasto de capital registra una caída acumulada hasta mayo de 2011 del 40% y del 23,2% en las transferencias corrientes entre administraciones públicas. Finalmente, el gasto en intereses es la partida que presenta un mayor crecimiento respecto al año anterior (24,1%).

En cuanto a la recaudación de las principales figuras tributarias, los datos de mayo confirman su mejoría, impulsados por el IVA y, en menor medida, por el IRPF. Analizando los datos de recaudación se observan signos de mejoría en la evolución de la mayoría de los ingresos tributarios que, en conjunto, hasta mayo de 2011 aumentaron un 4,3%, en términos homogéneos. La recuperación de los ingresos tributarios está una vez más liderada por el incremento del IVA -con un crecimiento homogéneo del 12,0%- condicionado principalmente por el impacto normativo de la subida de tipos del año pasado. En cuanto al resto de ingresos tributarios, el IRPF acelera ligeramente su recuperación afectado por el aumento de las retenciones de capital y por las menores devoluciones solicitadas (en parte por la supresión del cheque-bebé que ha supuesto un ahorro de 312 millones de euros). El impuesto sobre sociedades sigue registrando crecimientos negativos (un -13,4% en términos homogéneos) determinado por el comportamiento negativo de los pagos fraccionados de los grupos consolidados, afectados por la libertad de amortización y unas mayores provisiones. Finalmente, los impuestos especiales moderan su caída, por la recuperación transitoria del impuesto sobre las labores del tabaco, mientras que hidrocarburos acentúa su descenso. A pesar de esta mejoría, que está en línea con las previsiones, sólo un ajuste fiscal muy riguroso y estricto por la vía de la reducción del gasto público, particularmente entre las CC.AA., garantizará que se alcancen los objetivos a final de 2011.

### El segundo trimestre de 2011 acaba con un crecimiento similar al primero

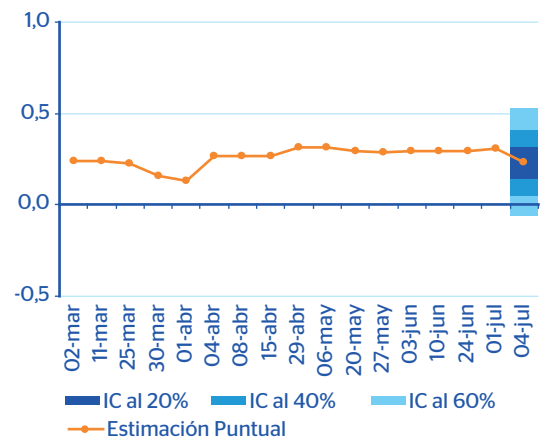
En síntesis, con cerca del 90% de la información referente al segundo trimestre de 2011 que utiliza nuestro modelo MICA-BBVA, la previsión en tiempo real del crecimiento del PIB para ese trimestre se sitúa en el 0,2% t/t, en línea con el crecimiento proyectado en nuestro escenario central (+0,2% t/t) y el crecimiento observado en el 1T11 (+0,3% t/t). Como señalamos en la última publicación de nuestra revista trimestral Situación España de principios de mayo<sup>1</sup>, 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 estacionalidad. 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.

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



\* Previsión actual: 4 de julio de 2011  
Fuente: BBVA Research a partir INE

Gráfico 12  
**España: previsiones de crecimiento del PIB para 2T11 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (%/t)**



Fuente: BBVA Research

1: Disponible en: [http://www.bbvarresearch.com/KETD/ketd/Descargas?pais=ESPA&canal=web&tipocontenido=AFON&idioma=ESP&pdf=/fibr/mult/1105\\_Situacionespana\\_tcm346-256519.pdf&ididoc=es&tipopublicacion=Situacion\\_Espana&tematica=/MACR/RVSE/](http://www.bbvarresearch.com/KETD/ketd/Descargas?pais=ESPA&canal=web&tipocontenido=AFON&idioma=ESP&pdf=/fibr/mult/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf&ididoc=es&tipopublicacion=Situacion_Espana&tematica=/MACR/RVSE/)

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**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**

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

**Daxue Wang**

daxue.wang@bbva.com.hk

India

**Sumedh Deorukhkar**

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

México

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

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@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Interesados dirigirse a:****BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com