

# El norte peninsular comienza a tomar el relevo

Unidad de España y Portugal

## Contextualización

La información conocida en los últimos meses comporta una revisión al alza del crecimiento del PIB de las distintas CC.AA. en el próximo bienio. Entre los factores que determinan los cambios en las previsiones para cada comunidad autónoma caben destacar los siguientes: la 1ª estimación del crecimiento de 2017 publicada por el INE que señala que la actividad en el Cantábrico gana tracción, por encima de lo que se anticipaba hace unos meses; el impacto diferenciado que está teniendo el aumento de la incertidumbre relacionada con el entorno político en Cataluña (acotado temporal, sectorial y geográficamente); la mejora de las exportaciones de bienes y de la inversión en maquinaria y equipo como consecuencia de un entorno externo favorable (impulsando a las comunidades más abiertas y con mayor peso de la industria); la reducción en el coste de financiación de la economía española observada durante los últimos meses; y el moderado sesgo expansivo que podría presentar la política fiscal aún sin la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2018.

Con todo, se mantiene un escenario de leve desaceleración hacia 2019, que podría afectar más a aquellas comunidades con una mayor exposición al gasto doméstico y al consumo de no residentes. En particular, algunos fundamentos de la evolución del consumo privado continúan perdiendo potencia, y frenan el aumento de la demanda interna. Asimismo, el turismo comienza a perder vigor, afectado tanto por factores internos como externos al sector. Además, aunque la incertidumbre ha disminuido y su impacto ha estado en línea con lo esperado, continúa siendo elevada. En todo caso, existe la posibilidad de que la política fiscal sea aún más expansiva de lo previsto, lo que podría compensar algunos de los riesgos e incluso mejorar las previsiones que aquí se presentan, sobre todo ahí donde la administración pública tiene un mayor peso sobre la actividad.

## El crecimiento se desplaza al norte a una velocidad mayor de la anticipada hace unos meses

Los factores arriba descritos han llevado a una revisión al alza de las expectativas de crecimiento para la economía española hasta el 2,9%, y el 2,5% en 2018 y 2019 respectivamente, 4 y 2 décimas por encima de lo previsto hace tres meses<sup>1</sup>.

Por su parte, las comunidades donde más mejoran los pronósticos para el crecimiento del PIB durante el presente año son Murcia (0,8 pp), Asturias, Aragón y Madrid (0,7 pp), la Comunitat Valenciana (0,6 pp) y Galicia y Cataluña (0,4 pp). Estas revisiones se explican, en general, por un comportamiento más positivo de las exportaciones de bienes que el que se esperaba y por la percepción de que los factores que se encuentran detrás de lo anterior se mantendrán en un entorno de crecimiento global sólido. Además, la mejora para la economía cántabra (+0,6 pp) se ve apoyada por una mejor evolución del PIB en 2017 respecto a la esperada por BBVA Research. Por otro lado, las comunidades que liderarían el crecimiento en 2018 serían Madrid, Murcia, Aragón, y Baleares, para las que se espera un aumento de la actividad superior al 3%.

En 2019, entre el grupo de comunidades que podrían mostrar un mayor crecimiento destacarían País Vasco, Navarra, y La Rioja, además de Madrid y la Comunitat Valenciana. Asturias, Cantabria y Cataluña serían las comunidades para las que se plantea una mayor revisión al alza del crecimiento de 2019 (en torno a 3 décimas más).

1: Para un mayor detalle, véase BBVA Research, Situación España 2º trimestre 2018, disponible [aquí](#)

## La Contabilidad Regional de 2017 señala que la actividad en el Cantábrico gana tracción

La información proporcionada por la Contabilidad Regional de España (CRE) muestra que en 2017 **las economías del Cantábrico aceleraron en mayor medida su crecimiento**, mientras que las del centro peninsular, con la excepción de Madrid, reflejaron un menor dinamismo (véase el Gráfico 1). Así lo señala **la primera estimación del crecimiento del PIB regional del año anterior** realizada por el INE<sup>2</sup>, con algunas sorpresas respecto a lo esperado por BBVA Research. En particular, los datos publicados muestran un mejor comportamiento del previsto en Asturias, Cantabria, Aragón y País Vasco. Por el contrario, se aprecia un avance menor que el anticipado en Illes Balears, Canarias, La Rioja, Castilla-La Mancha, Castilla y León y Andalucía. Así, los resultados de la CRE parecen indicar que las regiones con alto peso de la actividad industrial se habrían beneficiado en mayor medida de lo esperado por la recuperación de la demanda exterior. Por el contrario, la CRE muestra un crecimiento de los servicios privados algo menor del que se podría haber inferido de los datos de afiliación a la seguridad social y más en línea con el menor impulso en el empleo mostrado por la Encuesta de Población Activa.

## Los efectos de la tensión política en Cataluña, acotados temporal, sectorial y geográficamente

El aumento de la tensión política tuvo como efecto inmediato un estancamiento de la demanda interna catalana en el último trimestre de 2017, con un crecimiento nulo del consumo de los hogares, y una caída de la inversión en equipo, del consumo de no residentes y de las importaciones de bienes<sup>3</sup>. Pese a todo, lo anterior se vio compensado por una mejora de las exportaciones de bienes (véase el Gráfico 3). En todo caso, los datos disponibles del primer trimestre del año apuntan a cierta recuperación del gasto doméstico, sobre todo en consumo. Así, la información de la Encuesta de Actividad Económica de BBVA en Cataluña y el resto de indicadores parciales apuntan a que en el primer trimestre de este año el empleo sigue evolucionando favorablemente y a que las perspectivas son positivas hacia **el segundo trimestre de 2018** (véase el Gráfico 2). Adicionalmente, el impacto en otras comunidades habría sido limitado, en parte gracias a un efecto sustitución que es más evidente en el turismo, donde el nacional se habría desplazado hacia otras partes de España. **Por tanto, el efecto de la incertidumbre habría estado acotado a algunos sectores** (como el turismo y el comercio), **territorialmente** (centrado en Cataluña) **y temporalmente**. Todo ello ha permitido que la recuperación continúe en el primer trimestre del año en España, liderada por el mayor avance del PIB en Madrid, País Vasco, Illes Balears y la Región de Murcia, mientras que Andalucía, La Rioja y Extremadura (además de Cataluña) mostrarían, por ahora, un menor dinamismo (véase el Gráfico 4).

## La inversión en actividades productivas impulsa más a comunidades con peso de la industria, y la residencial, a las costeras y Madrid

El coste de financiación se mantiene bajo, lo que facilita el mayor crecimiento de la inversión en bienes de equipo, en edificación no residencial para actividades productivas y en vivienda. **Además, la ampliación de la capacidad productiva y la renovación de equipos se ha traducido en un aumento de las importaciones de bienes de equipo, sobre todo en Castilla y León, Murcia, La Rioja, Andalucía, Castilla-La Mancha y País Vasco.** Asimismo, en La Rioja, Andalucía, Aragón, la Comunitat Valenciana, Navarra y la Comunidad de Madrid aumenta de forma destacable la inversión en edificios para el desarrollo de actividades productivas (véase el Gráfico 5). Por tanto, para estas comunidades se espera que el crecimiento de la formación bruta de capital fijo se traduzca en un aumento de producción, especialmente en un sector industrial que puede verse favorecido por la demanda externa (incluso en aquellos casos en los que esta mejora de las ventas aún no se observa, como en Castilla y

2: La evaluación de las cifras de la CRE se puede encontrar aquí: <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/espana-crecimiento-del-pib-regional-1a-estimacion-de-la-contabilidad-regional-de-2017/>

3: Véase, al respecto la Contabilidad Trimestral de la economía catalana publicada por el IDESCAT, disponible aquí: <https://www.idescat.cat/pub/?id=pibt&lang=es>

León). Por el contrario, en Cantabria, Galicia, Asturias y, en menor medida, Cataluña, la pérdida de vigor de la inversión podría suponer un riesgo para el mantenimiento de la competitividad necesaria para salvaguardar el ritmo exportador y productor, visto el peso de la actividad industrial y la contribución favorable del sector externo al aumento de la actividad en los últimos trimestres.

Por su parte, **el empuje de la demanda residencial se está trasladando a la oferta, principalmente en las zonas turísticas y de alta densidad**. Así, tras el fuerte crecimiento de este año, en Cataluña el número de visados para obra de vivienda ya multiplica por cuatro el mínimo alcanzado en la crisis, y en Madrid y la Comunitat Valenciana lo triplica. Por el contrario, las comunidades con mayor sobreoferta, como La Rioja y Murcia, o con saldos migratorios más desfavorables, como las del norte y Extremadura, continúan mostrando un menor dinamismo de la inversión residencial (véase el Gráfico 6).

## **La desaceleración de la demanda interna puede afectar más a las regiones menos abiertas al exterior y con más dependencia del turismo nacional**

La esperada desaceleración de la demanda interna, ya anunciada desde hace algunos trimestres, va tomando forma por la pérdida de potencia de los vientos de cola que habían impulsado su crecimiento en años anteriores. **El agotamiento de la demanda embalsada, la reversión de la caída en los precios del petróleo y el menor impulso de la política monetaria puede trasladarse a un crecimiento más débil del consumo, y por tanto, de la demanda interna**. En la medida que este comportamiento se traduzca también en una desaceleración del turismo nacional podría afectar más a Andalucía, Murcia, la Comunitat Valenciana y Cataluña, además de Galicia y Madrid, por ser los principales destinos de estos viajeros. Además, la moderación del consumo privado podría tener un mayor impacto en las regiones en las que la relevancia de la demanda externa es menor, como Extremadura, Aragón, Asturias y, en menor medida, Madrid<sup>4</sup> (véase el Gráfico 7).

En sentido contrario, **los anuncios de una política fiscal moderadamente más expansiva, podrían impulsar la demanda interna si, finalmente, se aprueban los Presupuestos Generales del Estado para 2018 (PGE18)**. En este caso, el sesgo regional estaría determinado por dos aspectos. En primer lugar, por el incremento de los salarios en la Administración Pública, que impactará en mayor medida sobre la renta y el consumo en las CC.AA., como Extremadura, en las que los servicios públicos tienen un mayor peso (véase el Gráfico 8). En segundo lugar, por la modificación legal incluida en los PGE18 para permitir que aquellos gobiernos autonómicos que han cumplido con el objetivo de déficit y todas las obligaciones de control del gasto destinen el margen obtenido en 2017 a inversión. Ello facilita que cuatro comunidades (País Vasco, Canarias, Navarra e Illes Balears) puedan impulsar adicionalmente la inversión en su territorio. Por el contrario, las que excedieron en mayor magnitud el objetivo de déficit en 2017 podrían enfrentarse a mayores restricciones para incrementar la inversión (véase el Gráfico 9). Un caso aparte es Cataluña, donde la congelación del gasto, y en particular de la inversión, podría llevar a una leve contribución negativa del sector público al crecimiento en el horizonte de previsión.

Finalmente, **el escenario internacional es ahora más favorable que hace tres meses, lo que impulsará las exportaciones de bienes**. Las comunidades con un mayor peso de las ventas al exterior en su demanda (Navarra, Galicia, Murcia, Aragón, País Vasco y Cataluña, todas ellas con un peso superior al 30% del PIB) deberían ser, en este caso, las más beneficiadas.

---

4: Las comunidades insulares son un caso aparte, dado el elevado peso de su balanza de servicios turísticos.

## Un incremento de la incertidumbre interna afectaría en mayor medida al noreste

**Sin embargo, sobre este escenario existen algunos riesgos.** Por el lado interno, aunque la incertidumbre sobre la política económica ha disminuido, se mantiene elevada y algunos de sus efectos, principalmente en la inversión, podrían notarse con retraso lastrando algo más el crecimiento de lo estimado en este Observatorio, siendo las comunidades más afectadas las del noreste<sup>5</sup>. Más a medio plazo, también cabe estar pendiente de los impactos que podrían derivarse de un incumplimiento en el objetivo de déficit, o de una mayor volatilidad en los costes de financiación si el proceso de normalización de la política monetaria en la eurozona no es todo lo ordenado que se espera. Estos podrían afectar, en mayor medida a las comunidades con un mayor endeudamiento público y privado, esto es, las del Mediterráneo, y las que dependen en mayor medida del gasto público (las del Sur peninsular).

**Por otro lado, la evolución de los salarios está siendo consistente con el fuerte empuje del empleo.** Hacia delante, es posible que en algunas comunidades autónomas donde las tasas de paro se han reducido considerablemente, comiencen a notarse presiones sobre las remuneraciones, ante la imposibilidad de cubrir vacantes en un contexto de crecimiento de la economía. Tal es el caso de Navarra o Illes Balears, donde el desempleo podría situarse durante los próximos trimestres por debajo de la media observada desde 1980. Ello podría deberse a la falta de empleados capacitados para la realización de trabajos en el sector industrial o en los servicios turísticos. En 2019 la tasa de paro de doce comunidades autónomas podría situarse más de 3 pp por debajo del promedio 1980, y en Asturias e Illes Balears podría acercarse ya hasta sólo 2 puntos por encima del mínimo alcanzado desde entonces. En todo caso, dicho promedio sigue siendo excesivamente elevado en algunas comunidades autónomas y, por lo tanto, se corre el riesgo de que el incremento en las remuneraciones sea el resultado de que una buena parte de las personas que actualmente se encuentran en el paro no tienen la formación que requieren las empresas que están creando empleo. Esto llevaría a un aumento de la desigualdad entre aquellos que tienen un puesto de trabajo y los que no.

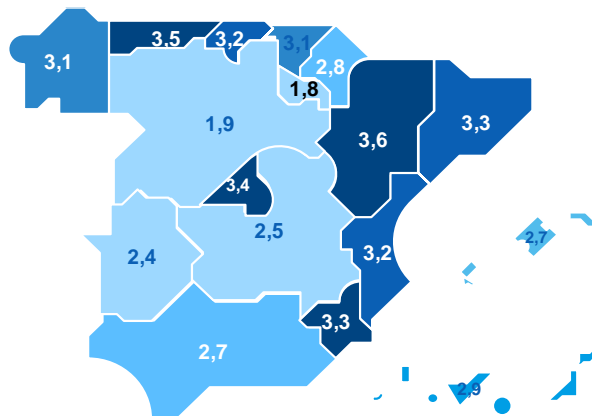
**Asimismo, la aportación del sector turístico al crecimiento puede ralentizarse si las limitaciones al aumento de la capacidad instalada empiezan a ser relevantes, o si los aumentos en márgenes no se traducen en incrementos en la inversión o en los salarios.** Este es un riesgo que ya se anunció en observatorios regionales anteriores, y que podría afectar en mayor medida, a Illes Balears, Canarias y algunos puntos de la costa Mediterránea en los que, en temporada alta, se roza la plena ocupación. No es el caso, sin embargo, de Barcelona, donde la caída del turismo en el último trimestre habría alejado a este sector del punto de saturación, obligando a reducir precios y márgenes para no acelerar aún más la contracción en el número de visitantes.

**Finalmente, los anuncios hechos por el Gobierno de EE.UU. que suponen el aumento de los aranceles a la importación de ciertos productos tendrían un impacto directo marginal sobre la economía española. Sin embargo, ciertas regiones, sectores y empresas podrían verse afectadas dada la disrupción que se produciría en los mercados de materias primas.** En la mayoría de casos, la relevancia de las exportaciones a EE.UU. sobre el PIB regional, o de las exportaciones de hierro y acero sobre el total, tienen un peso relativamente menor para las distintas regiones, exceptuando el País Vasco y Cantabria, que podrían verse levemente afectadas si finalmente se implementan sanciones que afecten a Europa. A medio plazo, el riesgo aquí es la posible tendencia hacia el proteccionismo a nivel mundial, que pueda ralentizar o incluso revertir el desarrollo del comercio internacional.

---

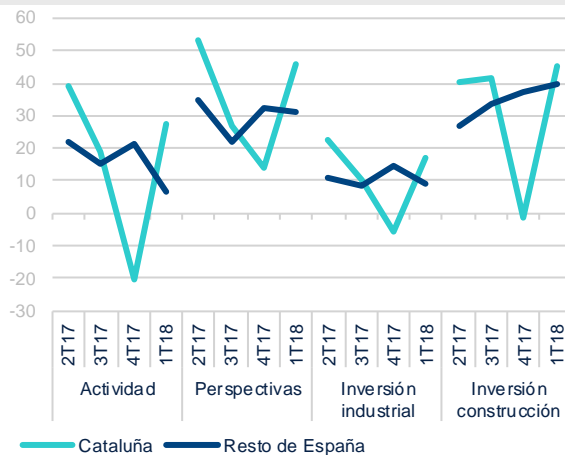
5: Véase el Observatorio Regional de 1T18 publicado por BBVA Research, disponible aquí: <https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/el-foco-del-crecimiento-continuar-desplazandose-hacia-el-centro-peninsular-en-2019/>

Gráfico 1 Crecimiento del PIB en 2017 (% a/a)



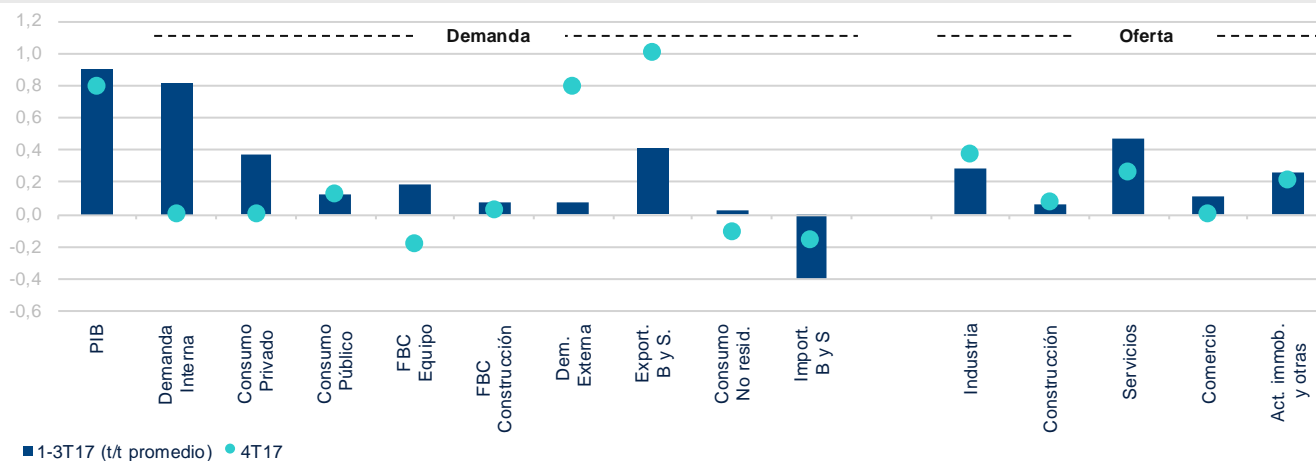
Fuente: INE, Contabilidad Regional de España

Gráfico 2 Encuesta de actividad económica BBVA (Saldos de respuestas extremas, %)



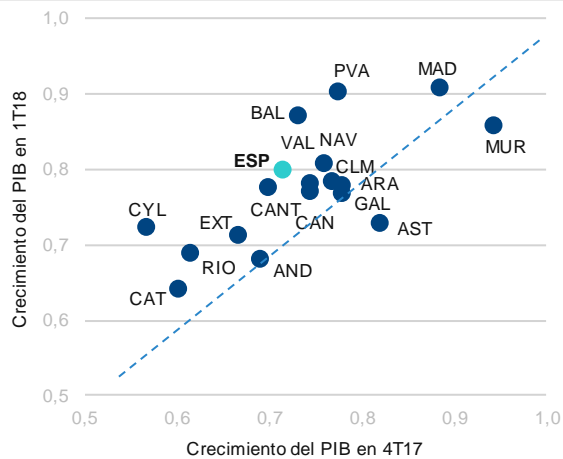
Fuente: BBVA

Gráfico 3 Cuadro macroeconómico de la economía catalana (% t/t, CVEC)



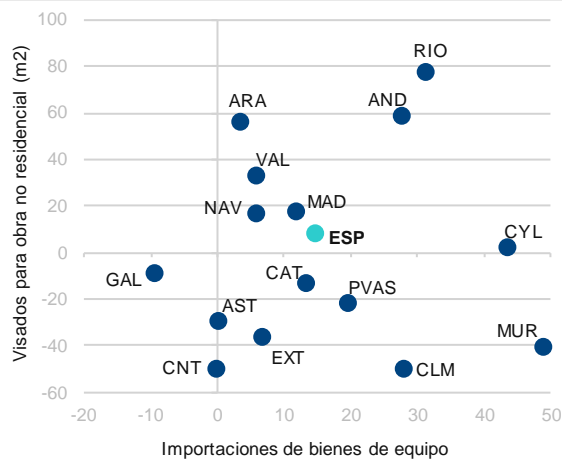
Fuente: BBVA Research a partir de IDESCAT

**Gráfico 4** Estimaciones en tiempo real del crecimiento del PIB en 4T17 y 1T18 (modelos MICA-BBVA, %, t/t, CVEC)



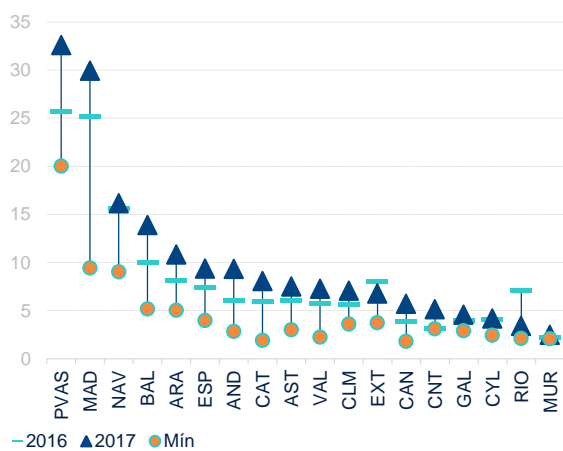
Fuente: BBVA Research

**Gráfico 5** Indicadores de inversión: cambio acumulado entre 2015 y 2017 (%)



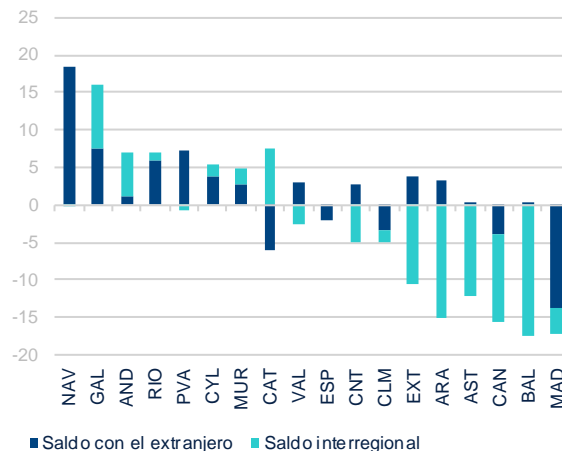
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex y Ministerio de Fomento

**Gráfico 6** Visados de obra residencial (máximo en la expansión anterior = 100\*)



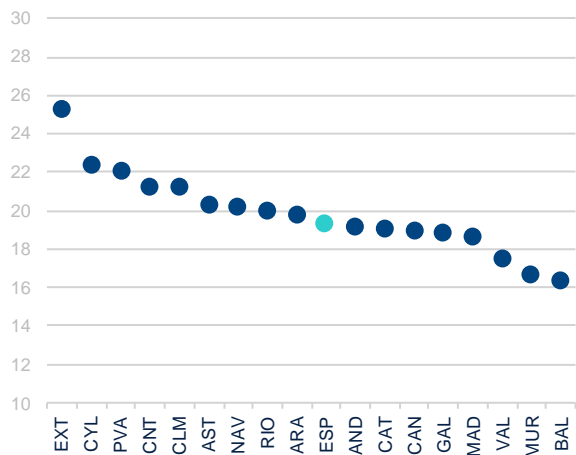
(\*) El máximo en la expansión anterior se alcanza en 2006, con la excepción de Extremadura y País Vasco (2007). El mínimo en la crisis se alcanza, en España, en 2013. Pero en Comunitat Valenciana y Murcia se alcanzó en 2012, en 6 CC.AA. se alcanza en 2013, y en otras 9, en 2014.  
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

**Gráfico 7** Contribución de la demanda externa al PIB regional (% s/ PIB regional, 2016)



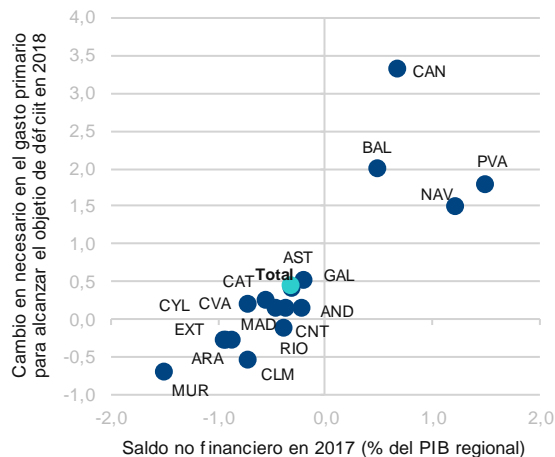
Fuente: BBVA Research a partir de Ceprede, Datacomex e INE

Gráfico 8 Peso de los afiliados que trabajan en servicios públicos<sup>(\*)</sup> s/ total afiliación en la comunidad autónoma (% ,2017)



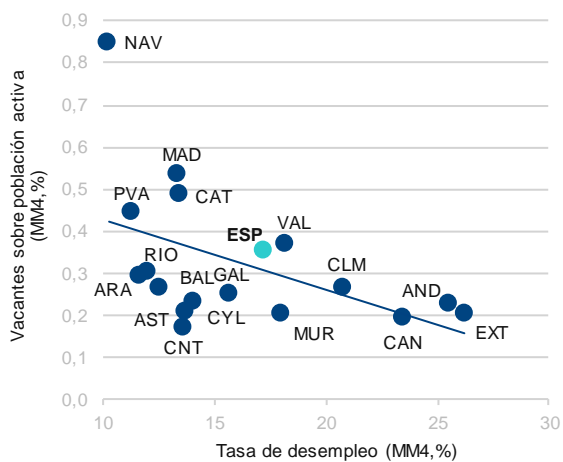
(\*) Afiliados en AA. PP., Seguridad Social y Sanidad.  
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Gráfico 9 Saldo no financiero y cambio en el gasto primario de las CC.AA



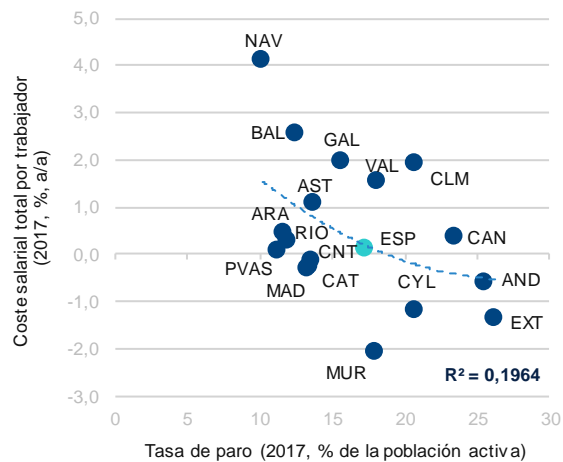
(\*) Ajuste del gasto primario necesario para alcanzar el objetivo de déficit del 0,4% del PIB en 2018, dado el escenario esperado de ingresos en los Presupuestos autonómicos (crecimiento igual a la media en el caso de Cataluña y Asturias, con presupuestos prorrogados).  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico 10 Desempleo y vacantes



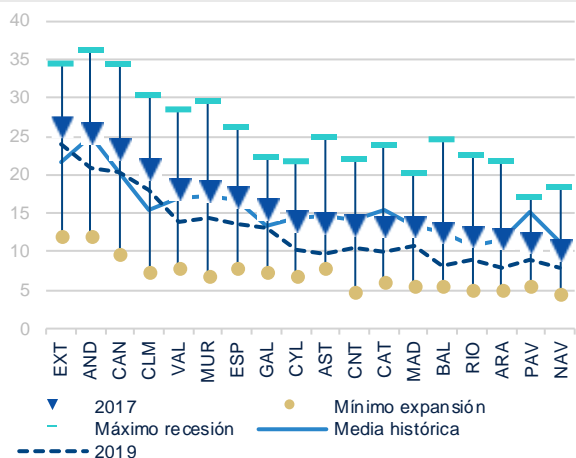
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 11 Desempleo y coste salarial



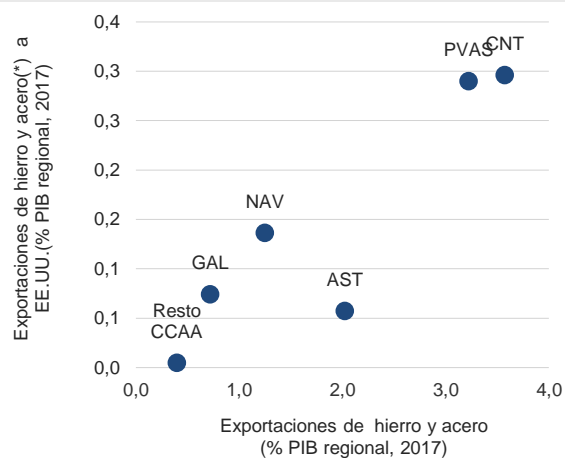
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 12 Tasa de paro (% de la población activa)



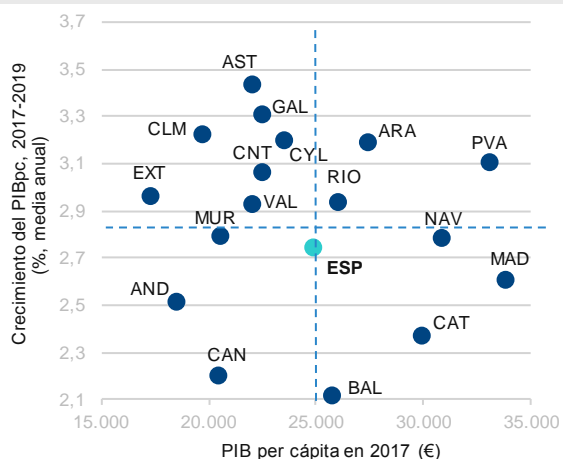
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 13 Exportaciones de hierro y acero



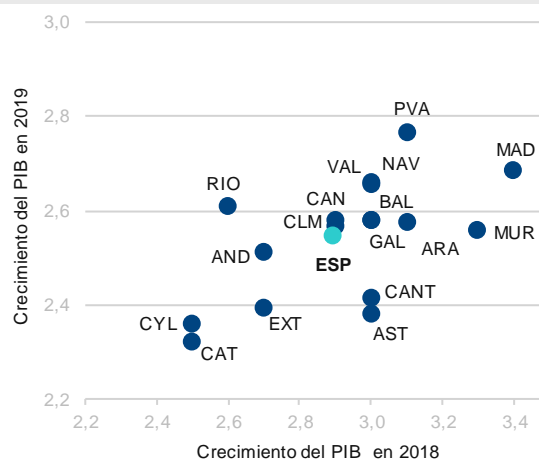
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 14 Cambio esperado en el PIB per cápita



Fuente: BBVA Research e INE

Gráfico 15 Previsiones de crecimiento del PIB por CCAA (%)



Fuente: BBVA Research



Cuadro 1 Crecimiento del PIB por CCAA

	2015	2016	2017	2018	2019
Andalucía	2,9	2,8	2,7	2,7	2,5
Aragón	1,7	2,7	3,6	3,1	2,6
Asturias	2,5	1,8	3,5	3,0	2,4
Baleares	2,3	3,8	2,7	3,0	2,6
Canarias	2,4	3,0	2,9	2,9	2,6
Cantabria	2,5	2,4	3,2	3,0	2,4
Castilla y León	2,7	3,6	1,9	2,5	2,4
Castilla- La Mancha	3,5	3,5	2,5	2,9	2,6
Cataluña	4,2	3,6	3,3	2,5	2,3
Extremadura	2,5	2,3	2,4	2,7	2,4
Galicia	4,2	3,6	3,1	3,0	2,6
Madrid	3,5	3,6	3,4	3,4	2,7
Murcia	6,2	3,2	3,3	3,3	2,6
Navarra	3,6	3,1	2,8	3,0	2,7
País Vasco	3,8	2,9	3,1	3,1	2,8
La Rioja	2,9	1,0	1,8	2,6	2,6
C. Valenciana	3,3	3,5	3,2	3,0	2,7
<b>España</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>

Fuente: BBVA Research e INE

Cuadro 2 Crecimiento del empleo EPA por CCAA

	2015	2016	2017	2018	2019
Andalucía	5,0	2,4	4,0	3,3	2,9
Aragón	4,2	2,3	2,2	1,9	1,7
Asturias	-0,1	2,7	2,4	2,3	1,8
Baleares	5,7	4,2	1,2	3,0	2,8
Canarias	6,6	3,2	3,5	3,8	3,5
Cantabria	1,0	3,0	0,9	2,6	1,9
Castilla y León	2,0	2,8	0,8	1,2	1,5
Castilla- La Mancha	2,3	3,2	4,0	3,1	2,1
Cataluña	1,5	3,5	2,9	2,4	2,6
Extremadura	0,8	1,9	0,5	1,7	1,5
Galicia	1,9	2,3	1,2	1,4	1,2
Madrid	3,6	0,9	2,5	2,6	2,3
Murcia	0,0	6,1	3,4	2,6	2,4
Navarra	0,7	1,2	4,2	2,0	1,4
País Vasco	1,4	2,8	0,3	1,6	1,6
La Rioja	1,7	1,7	1,4	1,7	1,5
C. Valenciana	4,0	3,1	3,0	3,3	2,5
<b>España</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>

Fuente: BBVA Research e INE

## AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

## Este informe ha sido elaborado por la unidad de España y Portugal

Economista Jefe de España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

+34 91 374 39 61

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

Giancarlo Carta

giancarlo.carta@bbva.com

+34 673 69 41 73

Antonio Marín

antonio.marin.campos@bbva.com

+34 648 600 596

Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

## BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

Economía Digital

Alejandro Neut

robertoalejandro.neut@bbva.com

Escenarios Económicos

Globales

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de largo

plazo Global

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas

oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y

Regulación

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.com

Regulación Digital y Tendencias

Álvaro Martín

alvaro.martin@bbva.com

Regulación

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros

Olga Cerqueira

olga.gouveia@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Big Data

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia

le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda

juliocesar.pineda@bbva.com

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com