

# El impulso fiscal ayudará a desplazar el crecimiento de la demanda interna hacia el oeste

Unidad de España y Portugal

## Contextualización

**Los datos más recientes señalan que, para el conjunto de España, el crecimiento del PIB se mantiene fuerte.** Así, continúa la expectativa de que el crecimiento esté liderado en 2018 por la Comunidad de Madrid, Murcia, Aragón y Baleares. En todo caso, a este grupo se añaden Cantabria y Galicia, por el buen comportamiento de las exportaciones, y Canarias, por la recuperación que se observa en el sector de la construcción. Por otro lado, en Cataluña se confirma que el crecimiento se desacelera, aunque la brecha respecto al resto de España sería algo menos negativa de lo previamente esperado. Asimismo, en Asturias, Murcia y el País Vasco un aumento de las exportaciones por debajo de lo previsto, explica un deterioro marginal de las expectativas para este año.

**Con todo, se han observado algunos cambios en la composición del crecimiento con una reorientación hacia la demanda interna.** Así, las exportaciones de bienes y la inversión en maquinaria y equipo han mostrado una desaceleración durante el primer semestre de 2018 frente a lo observado el año anterior, particularmente en Asturias, Cataluña y País Vasco. En contraposición, el consumo de los hogares muestra una resistencia algo mayor que la esperable de acuerdo a la evolución reciente de algunos de sus fundamentales. Así, el gasto de las familias no muestra el agotamiento que se esperaba en Andalucía, Canarias, Castilla-La Mancha y en la Comunidad de Madrid, además de acelerarse en Aragón, Cantabria, Extremadura y País Vasco. Por otro lado, la participación del sector de la construcción en el crecimiento va en aumento como resultado de una aceleración en la inversión residencial y como consecuencia de la mayor acumulación de capital público que se ha dado durante la primera mitad del año. Este incremento en el peso de la construcción se nota particularmente en Andalucía, Canarias, Comunidad de Madrid y Comunitat Valenciana. Por otro lado, las exportaciones de servicios se aceleran, afectando positivamente las perspectivas para Cataluña y la Comunidad de Madrid.

**Hacia delante, se espera que el impulso fiscal y el mantenimiento de tipos bajos continúen favoreciendo a la demanda interna.** Por un lado, una política monetaria algo más expansiva, evidente en un tipo de cambio del euro más depreciado beneficiará a las comunidades autónomas con mayor grado de apertura (Aragón, Galicia, La Rioja y Navarra), o que mantienen todavía niveles de endeudamiento relativamente altos (Andalucía, Comunidad Valenciana). **Por otro lado, la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2018 beneficiará la evolución del gasto en Asturias, Canarias, Castilla y León, Extremadura y País Vasco.** Lo anterior, dado el mayor impacto que podrían tener algunas de las políticas ahí incluidas, como el aumento de los salarios públicos, el de las pensiones o gracias a medidas específicas que beneficiarían particularmente a ciertas comunidades autónomas.

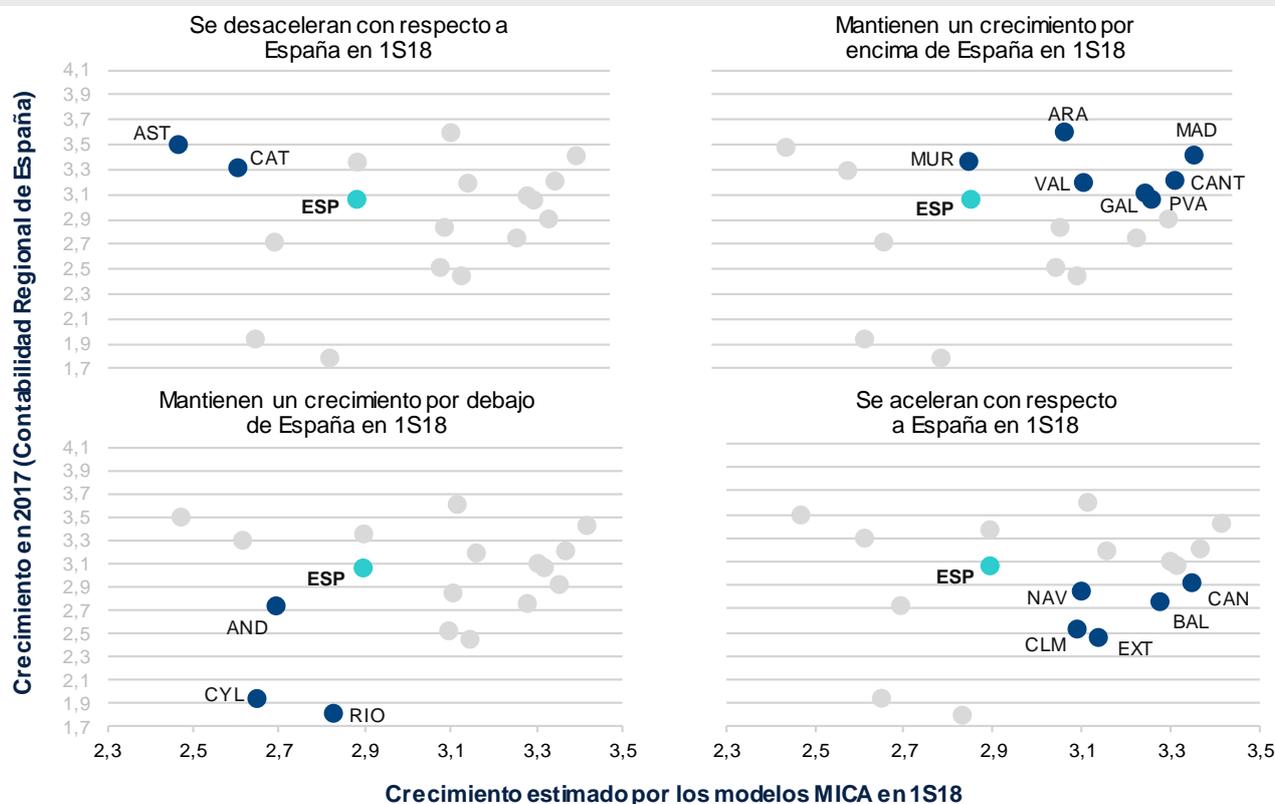
**Sin embargo, los riesgos aumentan en número y en probabilidad de ocurrencia.** Entre estos se encuentran el aumento en el precio del petróleo (particularmente negativo para Canarias y Cantabria), el agotamiento que puedan presentar algunos sectores como el turístico (estos dos últimos factores, explican la ralentización esperada en 2019 para Baleares y Canarias), el impacto sobre países emergentes de una política monetaria algo más restrictiva en los EE.UU., el incremento de los aranceles a nivel mundial (por ejemplo, con el *brexit*, especialmente importante para Murcia), o la incertidumbre sobre política económica (que ya podría estar produciendo una desaceleración algo más marcada de la actividad en Cataluña).

## Las regiones centrales aceleran su crecimiento, apoyado en una mejora del consumo...

Los datos de la coyuntura más recientes muestran que el crecimiento del PIB se mantiene sólido. En particular, a lo largo del primer semestre el crecimiento del PIB se habría acelerado con respecto a los niveles de 2017 sobre todo en Baleares, Canarias, Castilla-La Mancha, Extremadura y Navarra. Además, el dinamismo se mantiene particularmente en Aragón y Madrid. Por el contrario, Asturias y Cataluña muestran una mayor desaceleración en el primer semestre de 2018 (véase el Gráfico 1). Parte de estas tendencias estaban ya apuntadas en las previsiones presentadas en el observatorio anterior<sup>1</sup>.

La solidez del avance en el PIB se justifica, en primer lugar, por la fortaleza del consumo de las familias, espoleado por el bajo coste de financiación del crédito, la rebaja del IRPF y la fortaleza de la creación de empleo. En particular, este se acelera en **Extremadura**, pero también en **País Vasco, Aragón, Cantabria, Canarias y Castilla-La Mancha**, mientras que se muestra algo menos dinámico en Navarra y la Comunitat Valenciana (véase el Gráfico 2). Además, la contribución del sector de la construcción al dinamismo de la actividad va en aumento. Esto se refleja en una **aceleración generalizada de la afiliación a la Seguridad Social en construcción** (con la excepción de Baleares, véase el Gráfico 3). La mejora de la construcción se ve favorecida por dos factores: por un lado, la expansión del dinamismo en el sector residencial más allá de las zonas con mayor densidad de demanda turística o de primera residencia (grandes urbes y costas). Y por el otro, el incremento de la licitación de obra pública asociada a la expansión fiscal. En Cantabria, Aragón, Extremadura y País Vasco, el aumento del importe licitado de obra pública en los últimos 12 meses supera en más de un punto del PIB el de un año antes, mientras que en La Rioja y Baleares se observa una contracción (véase el Gráfico 4).

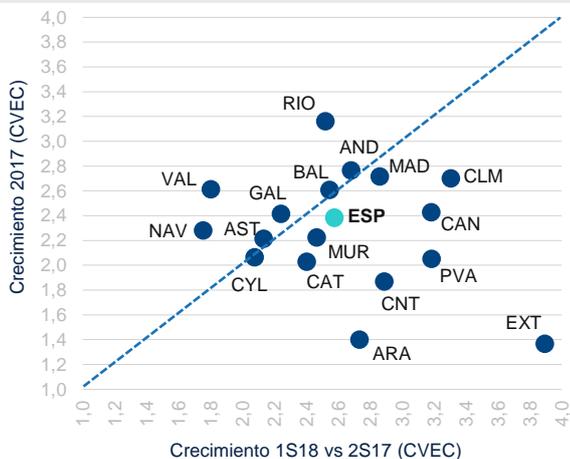
Gráfico 1 Crecimiento del PIB en 2017 y en el primer semestre de 2018 (Tasas anualizadas, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research e INE

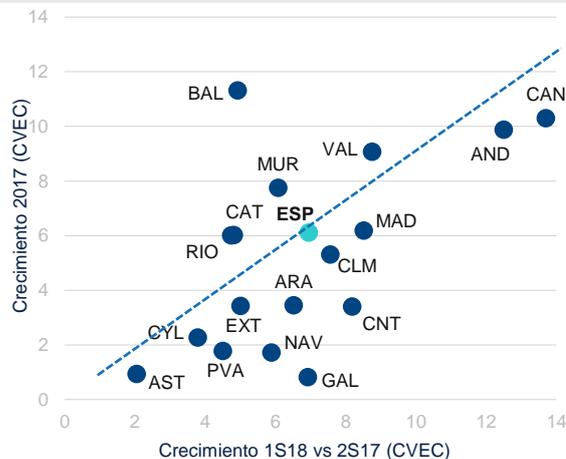
1: Se puede encontrar el Observatorio Regional del segundo trimestre de 2018 aquí: <https://www.bbva.com/publicaciones/observatorio-regional-espana-segundo-trimestre-2018/>

Gráfico 2 Consumo privado según el Indicador Sintético de Consumo Regional ISCR-BBVA  
(Tasas anualizadas, %, CVEC)



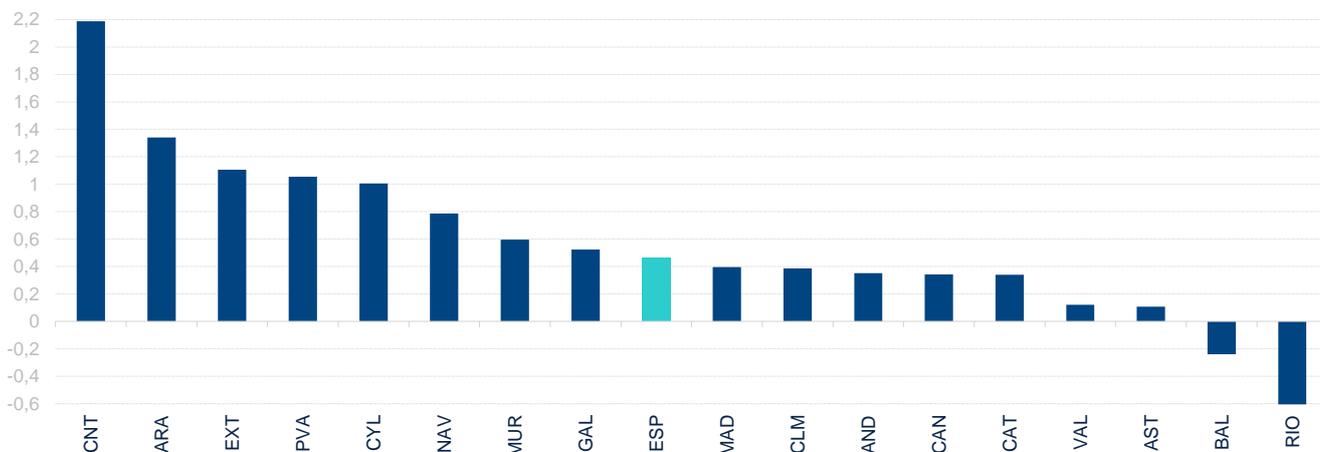
Fuente: BBVA Research a partir de INE, Ministerio de Economía, DGT y Cores

Gráfico 3 Afiliación a la Seguridad Social en el sector de la construcción  
(Tasas anualizadas, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Gráfico 4 Licitación de obra pública  
(Acumulada 12 meses hasta mayo. Cambio respecto a un año antes, en % del PIB regional)



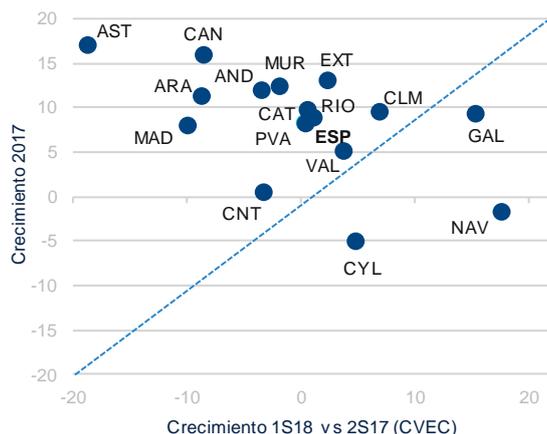
Fuente: BBVA a partir de SEOPAN e INE

## ... mientras que las exportaciones de bienes, soporte necesario para la mejora del norte, se debilitan temporalmente...

En la demanda externa se observa una desaceleración generalizada de las exportaciones de bienes en el primer semestre del año, de la que solo escapan Navarra, Galicia y Castilla y León. La incidencia de esta desaceleración es clave para las comunidades del norte y más abiertas como Asturias o Aragón (véase el Gráfico 5). En particular, esta caída de las ventas al exterior, que no se ve compensada por otros componentes de la demanda y arrastra a la inversión (véase el Gráfico 6), justifica la corrección de la previsión de comportamiento para 2018 en Asturias y en el País Vasco (dos comunidades para las que se esperaba que las ventas al exterior comenzaran a empujar al conjunto de la economía). En otras, como Aragón, se compensa con el mayor impulso del consumo privado y en Andalucía, con el de la construcción, permitiendo que las previsiones de estas CC.AA. se mantengan en 2018. Las expectativas de menor crecimiento de los socios comerciales, la incertidumbre sobre

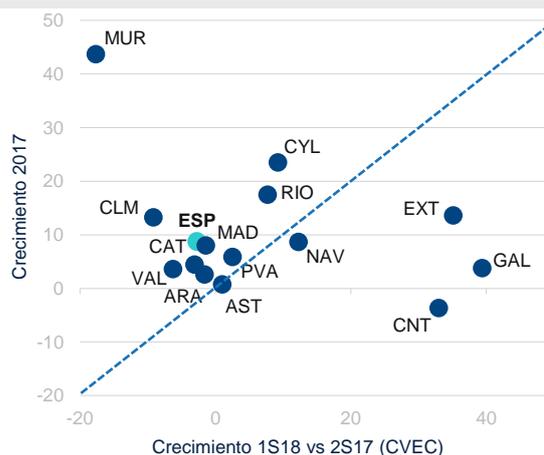
la demanda futura y los problemas de competitividad ligados a la pasada apreciación del euro hacen que para las comunidades más expuestas a la demanda externa de bienes, el escenario sea ahora ligeramente menos favorable que hace unos meses. Finalmente, pese a que las tensiones arancelarias no apuntan a un escenario benigno para las exportaciones de Cantabria, el esfuerzo inversor en la comunidad de los últimos trimestres debería trasladarse a una mayor capacidad de producir y exportar en próximos trimestres.

Gráfico 5 Exportaciones de bienes  
(Tasas anualizadas, %, CVEC)



(\*) Balears queda fuera de la escala del gráfico (+60,9% en 2017, +11,0% en 1S18).  
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex, Ministerio de Economía y Empresa

Gráfico 6 Importación de bienes de equipo  
(Tasas anualizadas, %, CVEC)

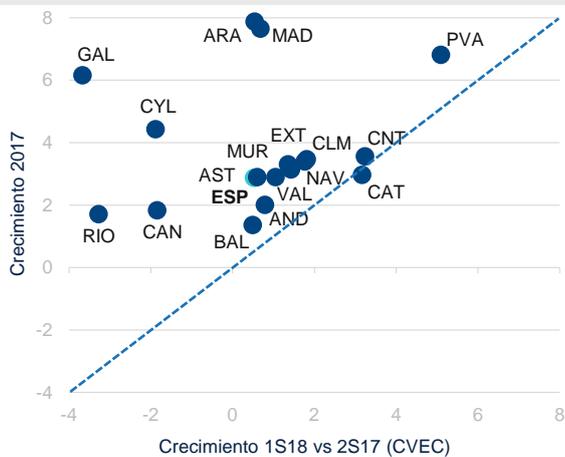


(\*) Canarias y Balears quedan fuera de la escala del gráfico: BAL, +41,5% en 2017, -67,2% en 1S18, y CAN +62,3 en 2017, +0,1 en 1S18.  
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex, Ministerio de Economía y Empresa

## ... y en las zonas turísticas se desaceleran las pernoctaciones, pese a la contracción de los márgenes

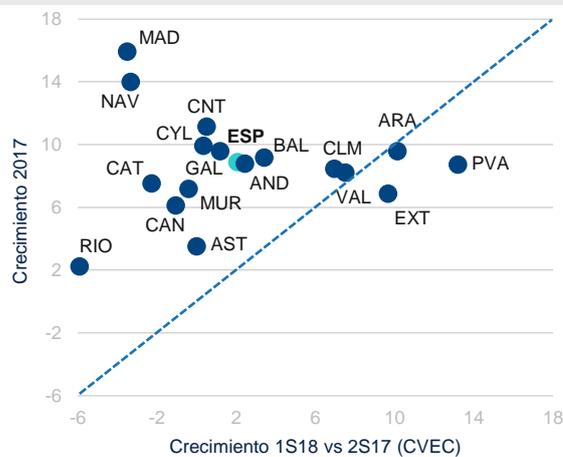
Finalmente, aunque los datos del sector turístico apuntan hacia un nuevo récord de afluencia de visitantes en 2018, las pernoctaciones hoteleras se desaceleran en todas las comunidades (véase el Gráfico 7). Además, esto sucede en un contexto de corrección de los precios hoteleros y ajuste de los márgenes en el sector (véase el Gráfico 8). Entre las comunidades con relevancia del sector turístico este ajuste es especialmente elevado en Cataluña. Esta desaceleración puede estar debida a la competencia de destinos alternativos, el encarecimiento del transporte (especialmente relevante para Canarias) y a los distintos eventos que han afectado al sector (ataques terroristas, tensión política). Por el contrario, el mantenimiento de la demanda interna sigue impulsando el turismo nacional, lo que permite una cierta protección (cuando menos hasta ahora) para el sector turístico de la Comunitat Valenciana y Andalucía.

Gráfico 7 Pernoctaciones hoteleras (Tasas anualizadas, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 8 Ingreso medio diario por habitación disponible (Tasas anualizadas, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## En resumen, los datos más recientes apuntan a revisiones moderadas sobre las previsiones de crecimiento en 2018

En la mayor parte de las comunidades autónomas, los datos apuntan a un crecimiento similar al que se esperaba, aunque con una composición más orientada hacia la demanda interna. Sin embargo, hay excepciones. En Cantabria y Galicia se revisa en dos décimas al alza el crecimiento durante el presente año, ya que la evolución de las exportaciones y del consumo ha sido mejor a la que se esperaba. En la misma cuantía se revisan Canarias y Extremadura, pero en este caso, debido a los buenos datos observados de empleo e inversión (principalmente pública). Asimismo, en Cataluña se confirma la desaceleración de su PIB, aunque los buenos datos del primer trimestre dan lugar a una revisión técnica de una décima al alza en la perspectiva de crecimiento para 2018. Por el contrario, en Asturias, Murcia y el País Vasco el bajo dinamismo de las exportaciones frena la actividad industrial, y el consumo.

En términos generales, en 2018 las comunidades que mostrarán un mayor crecimiento del PIB son Madrid (3,4%), Cantabria y Galicia (3,2%) y Aragón, Canarias y Murcia (3,1%). Por el contrario, en el grupo con menor dinamismo se mantienen Castilla y León (2,5%), Cataluña y la Rioja, cuyo PIB se podría incrementar en un 2,6%.

## El impulso fiscal desplaza el crecimiento de la demanda interna en 2019 hacia el oeste

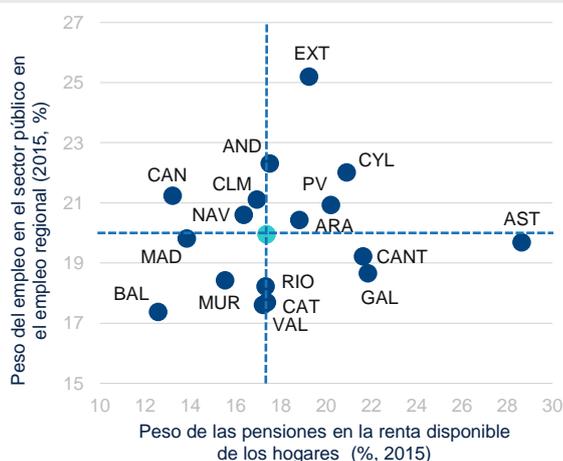
Hacia adelante, se espera que la prolongación de la recuperación a nivel mundial, junto con el sesgo expansivo de la política monetaria apoyen el crecimiento de las exportaciones. Un euro algo más depreciado de lo previsto hace tres meses favorecerá en mayor medida a las comunidades más abiertas, como Asturias, Galicia, Navarra o País Vasco.

Por otro lado, el impulso fiscal que se deriva de la aprobación de los Presupuestos del Estado de 2018 tendrá efectos regionales claramente diferenciados. Por un lado, la rebaja del IRPF impactará en mayor medida en las rentas medias y bajas, favoreciendo una expansión de la demanda en las regiones del sur de España. Por el otro, el aumento de las pensiones se notará más en las regiones con un mayor peso de las mismas en la renta disponible. Aquí, destacan Asturias, Castilla y León, además de Galicia, que serían las más beneficiadas al combinar un elevado número de pensionistas con pensiones medias relativamente altas. Por otro lado, el aumento de los salarios públicos se dejará notar especialmente en las CCAA donde la nómina de este

sector pesa más en la renta de los hogares como en Extremadura (véase el Gráfico 9). El efecto agregado de las dos últimas medidas, por tanto, podría suponer en torno a 0,8 puntos porcentuales de aumento de la renta disponible en Asturias y Extremadura, y 0,7 p.p. en Castilla y León, pero se quedará cerca del medio punto en Balears y en la Comunidad de Madrid (véase el Gráfico 10).

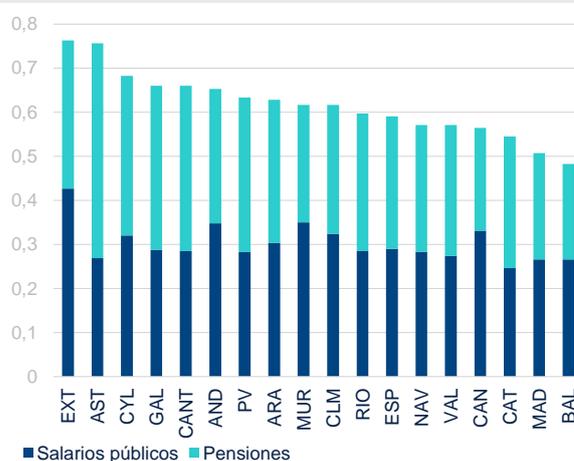
**En todo caso, los riesgos procedentes del entorno global se incrementan. En primer lugar, el precio del petróleo ha vuelto a subir**, y se espera que continúe un 10% por encima de lo esperado hace tres meses. Los efectos de este incremento del precio sobre las distintas economías regionales dependen, en gran medida, del mix energético de producción y de la dependencia del transporte. Esto explica que se esperen efectos diferenciales relevantes entre las distintas regiones: en particular, Canarias (para la que se revisa a la baja el crecimiento de 2019 por este motivo) y Cantabria pueden verse más perjudicadas.

Gráfico 9 Peso de las pensiones y el empleo público en las economías regionales (Tasas anualizadas, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social e INE

Gráfico 10 Aumento de la renta disponible regional como consecuencia de los crecimientos de salarios públicos y de pensiones (p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social e INE

**En segundo lugar, el efecto sobre las exportaciones del aumento de las tarifas arancelarias del gobierno de los EE.UU. a los productos europeos, si se limita a las medidas ya decididas, sería limitado**, ya que las exportaciones de hierro y acero a Estados Unidos solo son mínimamente relevantes en País Vasco y Cantabria (véase el Gráfico 12). Sin embargo, se incrementa el riesgo de una espiral de aumento de barreras al comercio, que podría reducir la contribución de la demanda externa a la actividad de las distintas economías regionales. Tomando en consideración lo que ahora mismo está en discusión, esto es, que se introduzca algún tipo de arancel para los flujos de automóviles y que además este tipo de barreras se generalicen, el riesgo aumenta, siendo las regiones más expuestas Navarra, el País Vasco, Asturias, y la Comunitat Valenciana. En todas ellas el peso de las exportaciones de estos productos a países de fuera de la UE supera el 2% del PIB (véase el Gráfico 13).

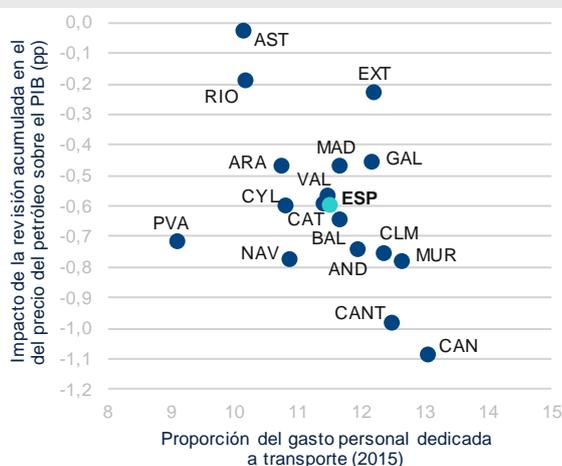
En tercer lugar, **aunque la incertidumbre sobre el entorno político en la UEM se redujo en la segunda parte de 2017, recientemente se ha incrementado en Alemania o Italia**, arrastrando, hasta cierto punto, a la prima de riesgo de la economía española. Junto a lo anterior, esto explica que se espere un entorno de menor actividad en la UEM para 2019. Además, persisten las incertidumbres asociadas al *brexít*. Todo ello, por tanto, añade presión a la baja sobre las exportaciones, que eran un factor clave para la aceleración en las CC.AA. del norte de España, además de la Comunitat Valenciana y Cataluña.

**A nivel doméstico, aunque parece atenuarse la tensión política en Cataluña, permanecen los efectos sobre la actividad**, con una desaceleración que, aunque se inició algo más tarde lo esperado (por el repunte de las

exportaciones en 4T17), se observa ya en el turismo, el consumo, la inversión o el mercado laboral (véanse los Gráficos 14 y 15).

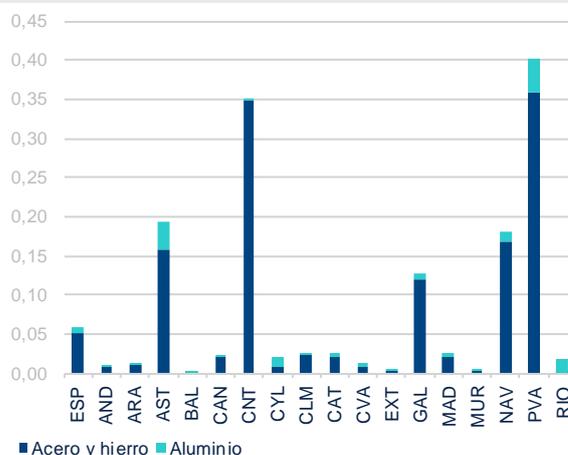
En definitiva, el escenario regional mantiene los rasgos básicos marcados en el trimestre anterior, pero desplaza levemente el crecimiento hacia el centro y oeste de España. La demanda externa muestra un menor dinamismo a lo largo del primer semestre, en particular en las CCAA del norte de España, la Comunitat Valenciana y Cataluña, mientras que el impulso a la política fiscal desplaza el crecimiento hacia las comunidades del oeste, que serán las más beneficiadas. Finalmente, aunque la tensión de política económica en Cataluña se ha reducido, los efectos comienzan a plasmarse en una desaceleración de la actividad, confirmando el escenario planteado por BBVA Research.

**Gráfico 11 Gasto regional en transporte e impacto del aumento esperado del precio del petróleo en el PIB regional**



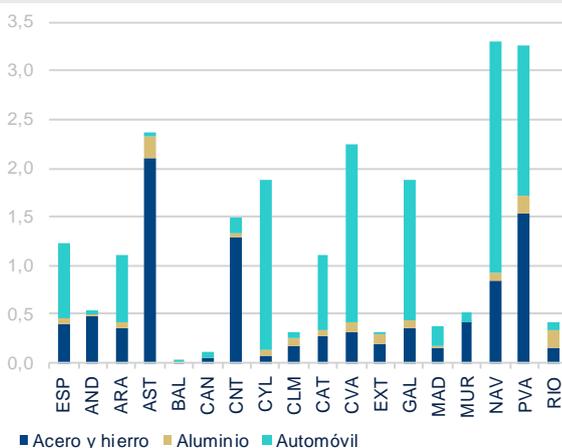
Fuente: BBVA Research a partir de INE

**Gráfico 12 Peso de las exportaciones de metales a EE.UU en el PIB regional (2017, %)**



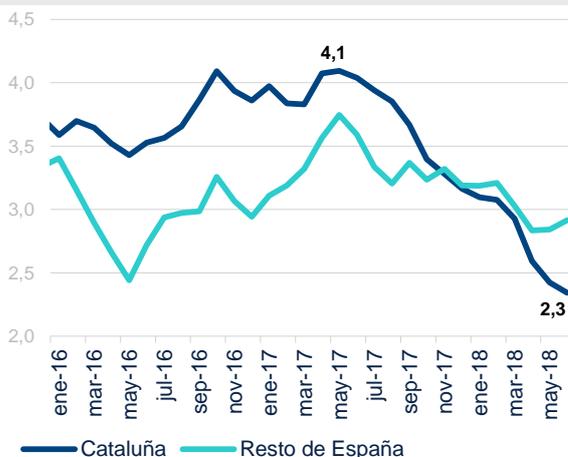
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

**Gráfico 13 Peso de las exportaciones fuera de la UE de los productos que pueden resultar afectados por la guerra comercial (2017, %)**



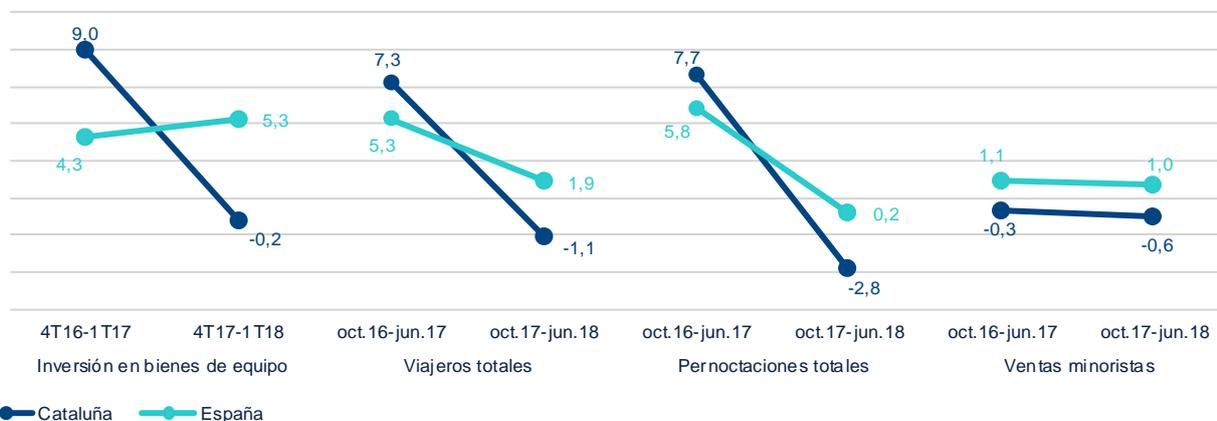
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

**Gráfico 14 Afiliación a la Seguridad Social\* (Tasas a/a, %)**



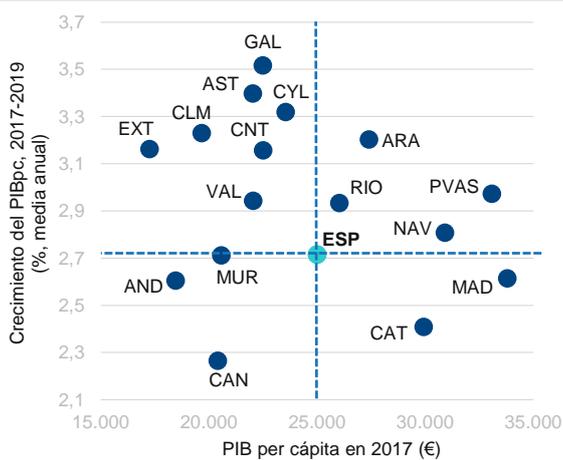
(\*) Total afiliación menos sectores O (Administración pública), P (Educación) y Q (Sanidad y servicios sociales) según definidos por la clasificación CNAE 2009  
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Gráfico 15 Indicadores de Cataluña y España (acumulado del periodo, tasas a/a, %)



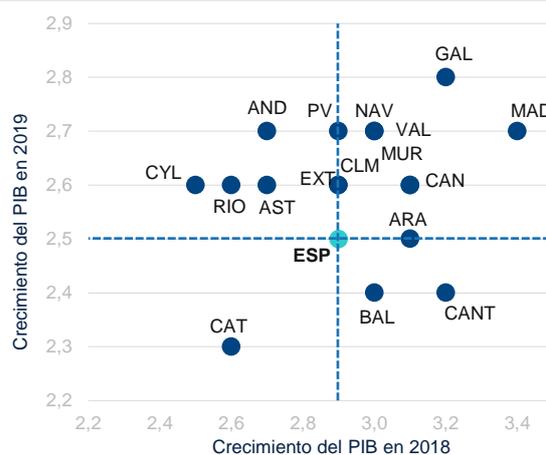
Fuente: BBVA Research a partir de INE e Idescat

Gráfico 16 Cambio esperado en el PIB per cápita



Fuente: BBVA Research e INE

Gráfico 17 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	2,7
Aragón	1,7	2,7	3,6	3,1	2,6
Asturias	2,5	1,8	3,5	2,7	2,6
Baleares	2,3	3,8	2,7	3,0	2,4
Canarias	2,4	3,0	2,9	3,1	2,5
Cantabria	2,5	2,4	3,2	3,2	2,4
Castilla y León	2,7	3,6	1,9	2,5	2,6
Castilla- La Mancha	3,5	3,5	2,5	2,9	2,6
Cataluña	4,2	3,6	3,3	2,6	2,3
Extremadura	2,5	2,3	2,4	2,9	2,6
Galicia	4,2	3,6	3,1	3,2	2,8
Madrid	3,5	3,6	3,4	3,4	2,7
Murcia	6,2	3,2	3,3	3,1	2,6
Navarra	3,6	3,1	2,8	3,0	2,7
País Vasco	3,8	2,9	3,1	2,9	2,7
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 CC.AA.

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

Jonathan Poveda

jonathan.poveda.becas@bbva.com

+34915375482

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

Giancarlo Carta

giancarlo.carta@bbva.com

+34 673 69 41 73

Antonio Marín

antonio.marin.campos@bbva.com

+34 648 600 596

Salvador Ramallo

salvador.ramallo@bbva.com

+34 91 537 54 77

Luis Díez

luismiguel.diez@bbva.com

+34 697 70 38 67

Dmitry Petrov

dmitry.petrov.becas@bbva.com

+34915375482

Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Víctor Echevarría

victor.echevarria@bbva.com

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

## 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

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Francisco Grippa

fgrippa@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