

Situación España

2T20



Evolución esperada de la economía española ante la crisis de la COVID-19

Abril de 2020

El PIB de España podría caer alrededor de un 8,0% en 2020 como resultado de las medidas implementadas para frenar el contagio del coronavirus y de la incertidumbre generada por la pandemia. Tal ajuste ya está en marcha, como muestran distintos indicadores disponibles a la fecha. En todo caso, las previsiones se hacen en un entorno de elevada incertidumbre, sobre todo en relación con la duración de las restricciones impuestas y sobre su diferenciado impacto por sectores, que hacen posible escenarios alternativos más negativos. Este escenario asume que durante la segunda quincena de mayo comenzará una normalización gradual de la actividad económica. Ello unido a la recuperación que se espera de la economía mundial y a las políticas impulsadas por las instituciones europeas y el Gobierno de España, permitiría observar un rebote significativo a partir de la segunda mitad del año.

A este respecto, se prevé que **el crecimiento del PIB podría llegar al 5,7% en 2021.** En todo caso, no se espera que se alcance el nivel de actividad previo a la crisis hasta 2022, ya que la recuperación estará limitada por la elevada y persistente destrucción de empleo y por la exposición de la economía española a sectores que estarán especialmente afectados por las restricciones de movimiento y reunión. La elevada proporción de empresas pequeñas en el tejido productivo español y el alto peso del empleo temporal son vulnerabilidades adicionales.

El sesgo sobre estas previsiones es a la baja, sobre todo si se extiende el confinamiento más allá de lo esperado. Ante esto, se hace necesario un amplio consenso para tomar medidas que ayuden a superar cuanto antes la emergencia sanitaria, protejan el tejido productivo y contengan el impacto económico negativo, en particular sobre los colectivos más vulnerables. Todo ello, a la espera de que cuando la actividad comience a recuperarse, se puedan tomar medidas de apoyo más específicas, preferiblemente de manera coordinada con los socios en el área del euro.

La contracción de la actividad económica ha sido muy intensa, como lo muestran los datos de gasto con tarjetas de BBVA. Desde la segunda semana de marzo, coincidiendo con el inicio de varias de las medidas para restringir el movimiento y concentración de personas, se ha observado un deterioro importante de la actividad económica. Este ha sido especialmente significativo en los sectores de “consumo social”, principales afectados por las medidas de confinamiento. Así, la hostelería, el transporte, el turismo y el entretenimiento, entre otros, vienen registrando durante el último mes descensos del gasto de entre un 60% y un 100% respecto a la misma semana del año anterior. Por otro lado, la alimentación, algunos bienes y servicios sanitarios y ciertas compras por internet se han visto beneficiados por el entorno de elevada incertidumbre, además de por un cambio en los hábitos de consumo impulsado por el confinamiento. En todo caso, esto no evitará que cuando se conozcan los datos de consumo de los hogares del primer trimestre del año, se registre una contracción. Más allá del ajuste que se observa por el lado de la demanda, otros indicadores disponibles como la afiliación a la seguridad social durante el mes de marzo, la masiva utilización de Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE) por parte de las empresas, o el consumo de electricidad muestran que la caída por el lado de la oferta está siendo significativa. **Todo lo anterior apunta a que, a pesar de que la crisis empezó a finales del primer trimestre, el PIB podría haber disminuido un 3% trimestral (12% en tasa anualizada),** en ese periodo y que la evolución será más negativa en el segundo trimestre.

Hacia delante, la evolución de la economía española dependerá de la duración de las restricciones, del grado de impacto que estas tengan en los distintos sectores, del efecto de las políticas públicas implementadas y de la recuperación que se observe a nivel mundial. El confinamiento de la población en España está teniendo éxito en reducir el contagio, y se espera que la presión que sufren los servicios médicos continúe disminuyendo durante las próximas semanas. Dada la evolución reciente y la experiencia de otros países que han adoptado antes este tipo de medidas, se asume que las restricciones sobre la economía podrían flexibilizarse de manera gradual a partir de la segunda quincena de mayo. En todo caso, España ha sufrido un confinamiento más estricto y de mayor duración que buena parte del resto de países europeos. Esto ha hecho que durante el periodo en el que todas las actividades no esenciales debieron cerrar, el porcentaje del empleo y del Valor Añadido Bruto afectado por las restricciones pudiera haber alcanzado hasta un 40% del total. Este número enmascara una heterogeneidad importante entre sectores, ya que en algunos relacionados con el “consumo social”, la actividad habría prácticamente desaparecido, mientras que en otros, como los que han sido clasificados como “esenciales”, y aquellos que pueden realizarse de manera remota, la capacidad de producción se habría mantenido elevada.

Las políticas públicas están enfocadas a combatir la enfermedad y facilitar la construcción de puentes que eviten una elevada caída de la demanda, una desproporcionada destrucción de empleo y la insolvencia de las empresas en este período de cierre sanitario. En el ámbito fiscal, se han movilizado ya recursos por algo más de un punto del PIB para hacer frente a la emergencia y ampliar el paraguas del estado de bienestar hacia colectivos vulnerables. Cabe destacar aquí el esfuerzo para que las prestaciones por desempleo cubran a trabajadores que en otras circunstancias no hubieran tenido derecho a su percepción. Asimismo, el Gobierno ha incrementado los incentivos para fomentar la utilización de mecanismos que puedan asegurar la preservación del empleo (ERTE) y evitar que se destruya el valioso capital formado por la relación entre empresa y trabajador. Finalmente, entre las medidas más relevantes se encuentra el establecimiento de avales a la financiación de empresas por 100.000 millones de euros. Esto, junto con los créditos fiscales otorgados, debería ayudar a que la caída puntual de los ingresos de las empresas no se convierta en un problema de solvencia para estas o, eventualmente, para el sistema financiero. Favorecer que las empresas sobrevivan y puedan reiniciar su actividad tan pronto como sea posible es vital para mantener el capital organizativo que debe ayudar en la recuperación. **En su conjunto, se estima que de no haberse implementado estas medidas y de no haber contado con el apoyo de instituciones europeas para mantener acotadas las primas de riesgo y relajar los objetivos de déficit, la caída del PIB en España podría ser alrededor de 3,5 puntos porcentuales mayor de lo que se prevé en esta publicación.**

Una recesión global es inevitable, pero las actuaciones de política reducirán la contracción de la actividad y apoyarán una recuperación parcial en 2021. En la zona euro, se espera una disminución del PIB en 2020 del 5,2%. Las medidas adoptadas en Europa, tanto por el lado de la política monetaria como de la fiscal, deberían evitar efectos negativos más persistentes. A este respecto, es destacable el anuncio del BCE de establecer un nuevo programa de compra de activos durante la emergencia pandémica (PEPP), de un monto contundente (750.000 millones de euros), e introduciendo una gran flexibilidad en su uso. Además, el BCE ha anclado las expectativas de tipos de interés hacia delante y ha señalado que no tolerará ningún riesgo para la transmisión de la política monetaria dentro de la Eurozona. Finalmente, ha adoptado un amplio conjunto de medidas temporales para respaldar la liquidez de los bancos y ha dado flexibilidad a estos para evitar medidas procíclicas que puedan llevar a una restricción del crédito. En el frente fiscal, el estímulo en la Eurozona, después de agregar medidas específicas por país, podría alcanzar el 2% del PIB. A esto hay que añadir facilidades de liquidez de, al menos, un 13% del PIB de la UEM. Para este déficit adicional, la UEM ha relajado sus reglas fiscales, así como las de ayuda estatal. De manera más importante, el Eurogrupo ha acordado un plan de emergencia conjunto inmediato (4% del PIB de la UEM) y la necesidad de un programa de recuperación, aunque todavía existe incertidumbre acerca de cómo podría financiarse este impulso coordinado. Este plan será imprescindible para apuntalar la recuperación a nivel europeo, aumentar su simetría entre países -beneficiando, especialmente, a aquellos más afectados y/o con menor margen fiscal- y reforzar el proyecto europeo.

La caída de la actividad será históricamente intensa y la recuperación, significativa, pero la economía tardará en volver a los niveles de finales de 2019. Las estimaciones de BBVA Research apuntan a que el porcentaje del empleo afectado por las restricciones habría oscilado desde el 20% en la segunda quincena de marzo, hasta el 40% en la primera mitad de abril, cuando se habría permitido la actividad sólo en sectores esenciales y en aquellos que pudieran ejercer su trabajo a distancia. Esta caída en la capacidad utilizada de la economía, más el supuesto de mantenimiento del estado de alarma hasta la primera quincena de mayo y la previsión de una gradual flexibilización de las restricciones a partir de entonces, apuntaría a una disminución del PIB en el segundo trimestre del año que podría rondar el 15% frente al trimestre anterior, si bien la incertidumbre es muy elevada. A partir de ahí, se vería una recuperación de la actividad. Al levantamiento en las restricciones de oferta, se sumaría la demanda embalsada durante este período de incertidumbre, el impacto de las medidas de apoyo a los ingresos de los hogares y el repunte que pueda observarse en el comercio mundial.

En todo caso, la velocidad de salida de la economía española se verá restringida por dos características particulares. La primera es la elevada destrucción de empleo, mayor que en otros países, producto de la dependencia de la contratación temporal. Buena parte de la destrucción del empleo que se observó durante el mes de marzo tuvo su origen en la no renovación de contratos temporales: tres de cada diez contratos tenían, hasta finales de marzo, una duración de una semana o menos. La segunda es la elevada dependencia de sectores particularmente afectados por las restricciones. Aquí, cabe destacar el impacto sobre el sector turístico. Los ingresos relacionados con visitantes extranjeros rondaron el 6% del PIB en 2019 y el 63% de ellos se registró entre abril y septiembre. La gradualidad con la que se levantarán las restricciones y la situación que se pueda observar en los países de origen de estos turistas evitará una recuperación significativa del sector.

La incertidumbre sobre estas previsiones es especialmente elevada y el sesgo sobre ellas es, todavía, claramente a la baja. De particular importancia será la efectividad que pueda tener la estrategia de salida que plantee el Gobierno para limitar futuros brotes de contagio, al mismo tiempo que permita la normalización de la actividad económica. La incertidumbre sobre si será posible alcanzar ambos objetivos durante los próximos meses y la necesidad de priorizar la salud de la población suponen una presión importante para la producción. Dado lo anterior, cobra especial relevancia la magnitud y correcto diseño de las medidas que se puedan tomar ante escenarios donde la caída de la actividad sea más intensa o que dure más tiempo. A este respecto, el elevado nivel de endeudamiento con el que arranca el sector público supone un lastre que limita la acción paliativa de la política fiscal. Por ejemplo, el impulso a la demanda interna está siendo más agresivo en países que habían construido un espacio para ser utilizado precisamente en este tipo de escenarios. Más aún, es de esperar que incluso en un entorno donde buena parte de los anuncios realizados tiene un efecto temporal sobre las cuentas de las administraciones públicas, el déficit podría elevarse hasta casi el 11% del PIB y el endeudamiento, alcanzar alrededor del 115% del PIB en 2020. Esto podría limitar la capacidad de respuesta del Gobierno español si se requieren medidas de soporte adicionales. Por ello, es imprescindible avanzar en acuerdos que no dejen lugar a duda sobre el respaldo que el conjunto de los países de la zona euro dará a cada uno de sus integrantes en escenarios donde la priorización de la salud de la población pueda dar paso a un mayor deterioro de la actividad.

Las políticas de demanda no serán suficientes y es necesario un consenso amplio alrededor de medidas que ayuden a superar cuanto antes la emergencia sanitaria y la caída de la actividad. A diferencia de crisis económicas anteriores, esta no se produce exclusivamente por una deficiencia en la demanda, sino también por restricciones en la oferta. Esto hace que las políticas fiscal y monetaria tengan un impacto inferior al normal. Los estímulos, imprescindibles para contener el daño del cierre, sirven poco para incrementar el consumo en sectores que por ley se encuentran cerrados hoy o que pueden sufrir una reducción de la demanda en el futuro por motivos de precaución de los usuarios. Esto, además, impide que se produzcan efectos multiplicadores que puedan ampliar el alcance de las políticas implementadas. Como consecuencia, será imprescindible trabajar en extender el espacio disponible para aplicar este tipo de medidas, que tendrán que llegar en distintos momentos del tiempo de acuerdo a los planes de apertura y, sobre todo, en adoptar reformas que incrementen la capacidad de crecimiento de la economía. Aquí, es importante suavizar en el tiempo parte del inevitable esfuerzo fiscal que

tendrá que hacerse en el futuro. Esto podría darse a través de una reforma del sistema de pensiones que garantice su sostenibilidad durante los próximos años. Además, las medidas de apoyo al ingreso de las familias tendrán que seguir siendo dependientes de la situación de la persona que las reciba y compatibles con la participación en el mercado formal de trabajo y deberían ser evaluadas con frecuencia. Si es necesario un programa de inversión pública ambicioso, tendrá que venir acompañado de un sistema de evaluación de los costes y beneficios de dicho gasto. Las ayudas que se puedan otorgar al sector privado deberán ser transparentes y siempre buscar el mínimo impacto sobre el contribuyente. Al tiempo que se protege la supervivencia de las empresas para cuando se levante el confinamiento, se deberá poner atención a que las insolventes no acaparen los recursos que podrían ir hacia nuevos sectores y emprendimiento. Sería deseable favorecer el incremento del tamaño de las empresas, lo que las haría, en general, más resilientes, y más productivas. Asimismo, la crisis volverá a dejar evidencia de la desigualdad que genera el funcionamiento del mercado laboral y lo conveniente que sería incentivar la contratación indefinida. Las políticas activas y pasivas de empleo deberían modernizarse para garantizar que el aumento que necesariamente se producirá en el desempleo no se convierta en paro de largo plazo, con todo el coste social que ello supone. Las empresas necesitarán flexibilidad para ajustarse y asegurar su supervivencia. La respuesta a estos problemas no puede ser el encarecimiento permanente del despido, sino facilitar acuerdos dentro de la unidad productiva que puedan ayudar a mantener el empleo. La inversión necesitará de un entorno que la favorezca y dé certidumbre, sobre todo en sectores donde los cambios en la regulación la pueden estar desincentivando, como el inmobiliario. La realización de la actividad económica en un entorno de mayor seguridad sanitaria exige también avanzar en la transformación digital de las empresas y de la sociedad en general. Las nuevas tecnologías se han mostrado particularmente útiles no solo para mantener las actividades de algunos sectores y empresas, sino también para facilitar la movilidad de las personas minimizando los riesgos sanitarios, y para controlar y contener los brotes de contagio. La eficiencia de las administraciones públicas en estos frentes será fundamental para reducir, en la medida de lo posible, los impactos negativos de la perturbación de oferta que supondrá convivir con la COVID-19, al menos hasta que se disponga de una vacuna eficaz. En suma, los riesgos y los retos se han magnificado con esta crisis. La situación requiere de respuestas ambiciosas, bien dirigidas y evaluadas, y que sean respaldadas por una buena parte de la sociedad.

Tablas

Cuadro 1.1. **PRODUCTO INTERIOR BRUTO** (PROMEDIO ANUAL, %)

	2017	2018	2019	2020	2021
EE. UU.	2,4	2,9	3,7	-4,4	3,4
Eurozona	2,7	1,9	1,2	-5,2	4,1
China	6,9	6,7	6,1	2,2	5,5
Mundo	4,0	3,7	3,0	-2,4	4,8

Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2020

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 1.2. **INFLACIÓN** (PROMEDIO ANUAL, %)

	2017	2018	2019	2020	2021
EE. UU.	2,1	2,4	1,8	-0,1	0,8
Eurozona	1,5	1,8	1,2	0,1	0,8
China	1,5	2,1	2,9	3,6	2,5
Mundo	3,2	3,9	3,7	3,2	3,2

Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2020

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 1.3. **TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS** (PROMEDIO ANUAL, %)

	2017	2018	2019	2020	2021
EE. UU.	2,33	2,91	2,14	0,79	0,74
Alemania	0,37	0,46	-0,21	-0,45	-0,05

Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2020

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 1.4. **TIPOS DE CAMBIO** (PROMEDIO ANUAL)

	2017	2018	2019	2020	2021
EUR-USD	0,89	0,85	0,89	0,88	0,83
USD-EUR	1,13	1,18	1,12	1,14	1,20
CNY-USD	6,76	6,61	6,91	6,98	6,87

Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2020

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 1.5. **TIPOS DE INTERÉS OFICIALES** (FIN DE PERIODO, %)

	2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)
EE. UU.	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	4,35	4,35	4,35	3,50	3,50

Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2020

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 1.6. **UEM: PREVISIONES MACROECONÓMICAS** (A/A) (PROMEDIO ANUAL, %)

	2017	2018	2019 (e)	2020 (p)	2021 (p)
PIB a precios constantes	2,7	1,9	1,2	-5,2	4,2
Consumo privado	1,8	1,4	1,3	-4,1	3,7
Consumo público	1,3	1,1	1,6	2,0	1,6
Formación bruta de capital fijo	3,7	2,3	5,5	-14,1	8,9
Inventarios(*)	0,2	0,0	-0,5	0,0	0,0
Demanda interna (*)	2,2	1,5	1,7	-4,8	4,2
Exportaciones (bienes y servicios)	5,7	3,3	2,5	-6,2	4,8
Importaciones (bienes y servicios)	5,2	2,7	3,8	-5,9	5,3
Demanda externa (*)	0,5	0,4	-0,4	-0,4	0,0
Precios					
IPC	1,5	1,8	1,2	0,1	0,8
IPC subyacente	1,1	1,2	1,2	1,0	1,0
Mercado laboral					
Empleo	1,6	1,5	1,2	-1,4	0,7
Tasa desempleo (% población activa)	9,1	8,2	7,6	9,2	8,5
Sector público					
Déficit (% PIB)	-0,9	-0,5	-0,8	-4,9	-2,6
Deuda (% PIB)	87,8	85,9	83,8	92,6	90,5
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,1	3,1	3,0	3,0	2,8

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2020.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 1.7. **ESPAÑA: PREVISIONES MACROECONÓMICAS**
(TASAS DE VARIACIÓN ANUAL EN %, SALVO INDICACIÓN CONTRARIA)

(Promedio anual, %)	2017	2018	2019 (e)	2020 (p)	2021 (p)
Actividad					
PIB real	2,9	2,4	2,0	-8,0	5,7
Consumo privado	3,0	1,8	1,1	-8,7	3,4
Consumo público	1,0	1,9	2,3	2,6	0,9
Formación Bruta de Capital	5,9	5,3	1,8	-28,9	7,9
Equipo y Maquinaria	8,5	5,7	2,6	-28,6	13,0
Construcción	5,9	6,6	0,8	-31,6	1,9
Vivienda	11,5	7,7	2,9	-29,2	2,7
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	3,0	2,6	1,5	-11,0	4,7
Exportaciones	5,6	2,2	2,6	-26,6	9,3
Importaciones	6,6	3,3	1,2	-38,3	4,4
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,1	-0,3	0,4	3,0	1,0
PIB nominal	4,3	3,5	3,5	-9,1	7,1
(Miles de millones de euros)	1161,9	1202,2	1244,8	1131,9	1212,4
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	2,6	2,7	2,3	-6,9	4,2
Tasa de paro (% población activa)	17,2	15,3	14,1	20,5	17,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	2,8	2,5	2,3	-6,8	4,1
Productividad aparente del factor trabajo	0,0	-0,2	-0,3	-1,2	1,5
Precios y costes					
IPC (media anual)	2,0	1,7	0,7	-0,6	0,7
IPC (fin de periodo)	1,1	1,2	0,8	-0,3	0,5
Deflactor del PIB	1,4	1,1	1,6	-1,1	1,5
Remuneración por asalariado	0,7	1,0	2,0	3,6	-7,5
Coste laboral unitario	0,7	1,2	2,3	4,9	-9,1
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	2,5	1,8	1,9	1,4	1,2
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	98,6	97,6	95,5	115,8	114,8
Saldo AA.PP. (% PIB)	-3,0	-2,5	-2,6	-10,8	-6,7
Hogares					
Renta disponible nominal	2,9	3,7	3,9	0,5	-0,4
Tasa de ahorro (% renta nominal)	5,9	6,3	7,7	16,4	12,7

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(e) Estimación. (p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2020.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research

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:

Economista Jefe

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Giancarlo Carta

giancarlo.carta@bbva.com

+34 673 69 41 73

Daniela Filip

marineladaniela.filip@bbva.com

+34 678 25 16 06

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

Félix Lores

felix.lores@bbva.com

+34 91 374 01 82

Marta Pérez

marta.perez.beamonte.becas@bbva.com

+34 91 374 55 88

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Daniel Santos Torres

daniel.santos.torres.becas@bbva.com

+34 913 74 70 59

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

Sirenia Vázquez

sirenia.vazquez@bbva.com

+34 607 37 07 81

Con la colaboración de:

Enestor Dos Santos

enestor.dossantos@bbva.com

+34 639 82 72 11

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 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

