

JUNIO 2026

Observatorio fiscal

Mensajes principales

La mejora de las cuentas públicas de 2026 sigue apoyándose en factores temporales



La reducción del déficit observada al inicio de 2026 responde principalmente a la desaparición del gasto extraordinario asociado a la DANA y al dinamismo de los ingresos.

Una vez descontados estos efectos, apenas se aprecian avances en la posición fiscal subyacente.

Las nuevas medidas discrecionales interrumpen temporalmente la consolidación fiscal



Las actuaciones aprobadas para paliar los efectos del conflicto en Oriente Medio y de las borrascas de principios de año deterioran el saldo público previsto para 2026.

No obstante, su impacto es significativamente inferior al de las medidas adoptadas durante la crisis energética o tras la DANA, por lo que su retirada permitirá una recuperación parcial del déficit en 2027.

Las presiones estructurales sobre el gasto reducen el margen para el ajuste fiscal



El aumento del gasto en defensa, la revalorización de las pensiones, los acuerdos salariales del sector público y el mayor coste de la deuda consolidan una senda de crecimiento del gasto difícilmente reversible.

En este contexto, el crecimiento de los ingresos puede no resultar suficiente para impulsar una reducción sostenida del déficit durante los próximos años.

El reto no es solo corregir el déficit, sino recuperar espacio fiscal



La deuda pública continuará descendiendo gracias al crecimiento nominal de la economía.

No obstante, el escenario previsto se aleja de la senda comprometida en el Plan Fiscal y Estructural, por lo que garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas exigirá recuperar espacio fiscal, reforzando la contención del gasto que favorezca la generación de superávits primarios.

1. Junio 2026

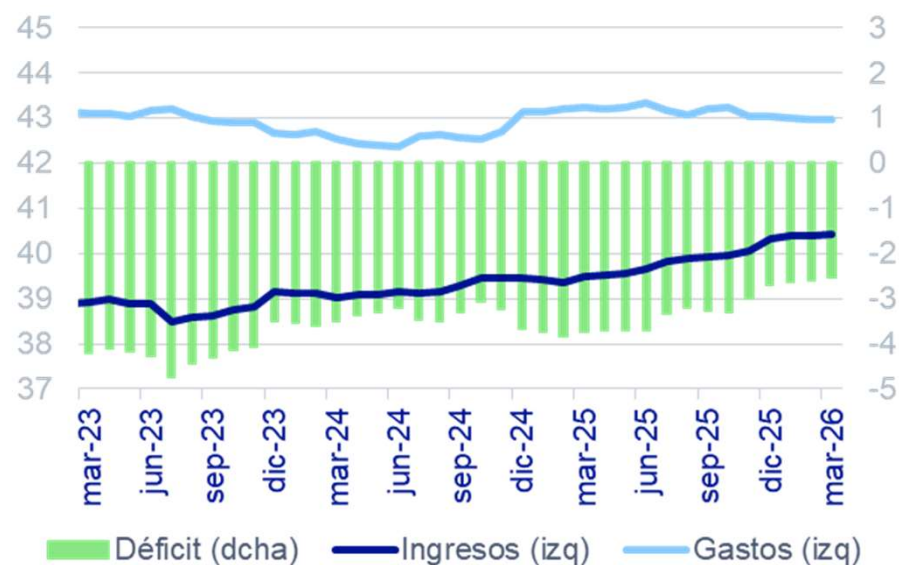
Escenario 2026-2027

Ejecución presupuestaria hasta marzo de 2026

La mejora del saldo fiscal descansa todavía en factores temporales

- El **déficit público acumulado en doce meses**, excluidas las corporaciones locales, **se redujo hasta el 2,5 % del PIB**, gracias a que los ingresos siguieron creciendo por encima del gasto, apoyados en la fortaleza del empleo, las rentas y la actividad.
- Esta mejora está **condicionada en buena medida por factores temporales**, en particular por la práctica desaparición del gasto extraordinario asociado a la DANA, que pasó de 2.519 millones de euros acumulados hasta marzo de 2025 a apenas 113 millones en el mismo periodo de 2026.
- Por su parte, **los ingresos públicos mantuvieron su dinamismo**, apoyados en la fortaleza del mercado laboral, el crecimiento de las rentas y la evolución favorable de la recaudación tributaria y las cotizaciones sociales.

DÉFICIT PÚBLICO*, EXCLUIDAS LAS CORPORACIONES LOCALES
(ACUMULADO 12 MESES. PORCENTAJE DEL PIB)



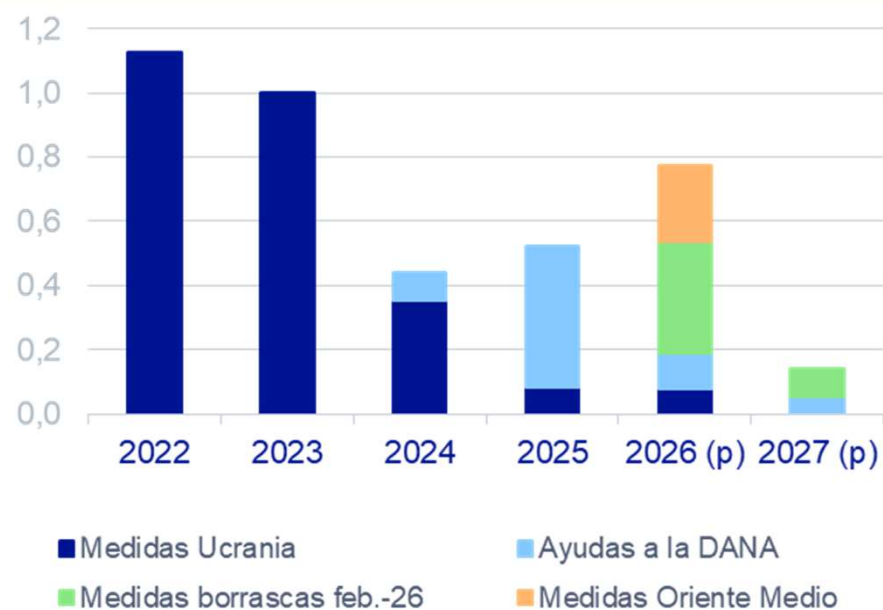
* Sin las ayudas a las instituciones financieras.
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda.

Factores que limitan la consolidación fiscal

Los nuevos eventos extraordinarios vuelven a requerir medidas discrecionales, aunque con un coste fiscal mucho más reducido

- Las actuaciones para paliar los efectos de las borrascas de principios de año en Andalucía y Extremadura y los efectos del conflicto en Oriente Medio vuelven a incrementar el gasto público*.
- **Se estima que estas medidas tendrán un coste de cuatro y dos décimas del PIB,** respectivamente, muy por debajo del registrado durante la crisis energética de 2022-2023 o tras la DANA, limitando su impacto sobre el déficit.
- **El escenario incorpora una retirada gradual de estas actuaciones,** por lo que su contribución al déficit disminuye significativamente en 2027.

IMPACTO DE LAS MEDIDAS DISCRECIONALES PARA ATENDER A EVENTOS EXTRAORDINARIOS (PORCENTAJE DEL PIB)



* Se consideran las medidas aprobadas hasta el 26 de junio de 2026.

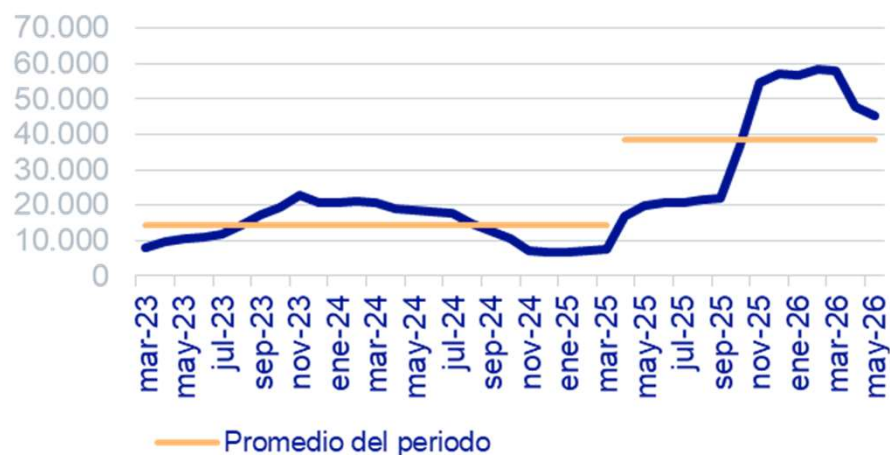
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda, Agencia Tributaria y AIReF.

Factores que limitan la consolidación fiscal

El gasto en defensa se consolida como una nueva presión estructural sobre las cuentas públicas

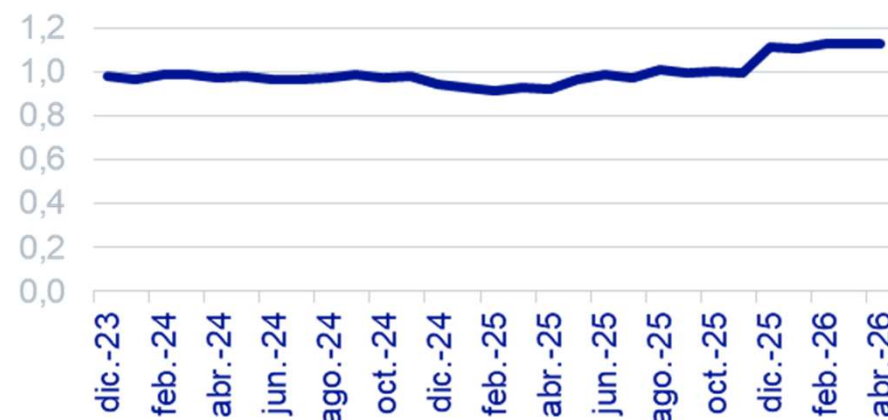
ACUERDOS DEL CONSEJO DE MINISTROS VINCULADOS AL GASTO EN DEFENSA

(SUMA MÓVIL 12 MESES. MILLONES DE EUROS)



PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO: GASTO EN DEFENSA

(OBLIGACIONES RECONOCIDAS. SUMA MÓVIL 12 MESES. PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de referencias del Consejo de Ministros.

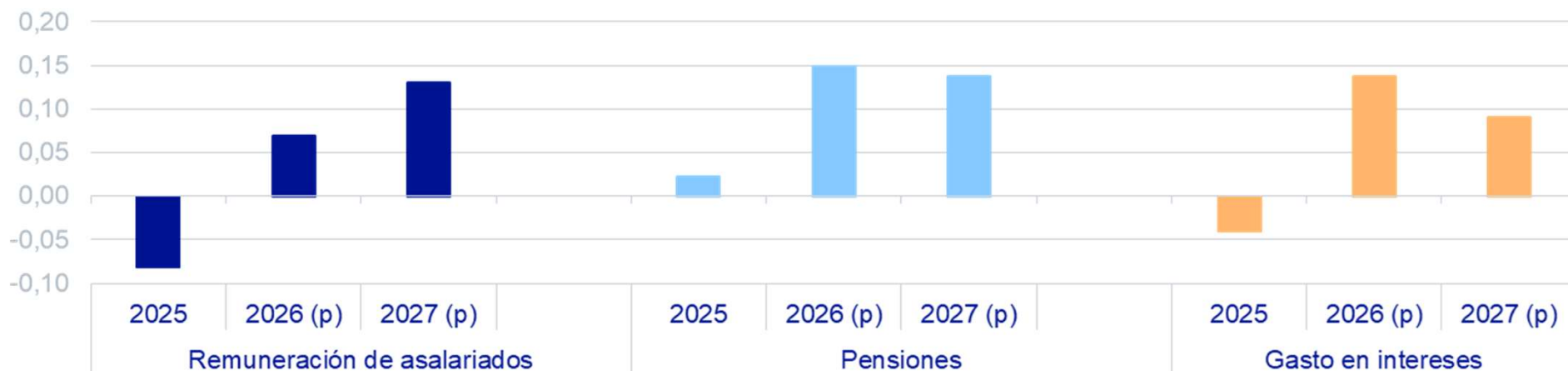
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda

El fuerte incremento de los compromisos de gasto en defensa durante 2025 ya se está trasladando a la ejecución presupuestaria, y anticipan una presión persistente sobre las cuentas públicas.

Factores que limitan la consolidación fiscal

El aumento de la inflación ejerce presiones estructurales sobre el gasto que reducen el espacio para el ajuste fiscal

GASTO DE PERSONAL, PENSIONES E INTERESES (VARIACIÓN AJUSTADA DE CICLO. PUNTOS PORCENTUALES DEL PIB)



(p) Previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda e INE.

La revalorización de las pensiones, los acuerdos salariales del sector público y el aumento del coste de la deuda derivados de las tensiones inflacionistas, consolidan una senda de crecimiento estructural del gasto, reduciendo progresivamente el margen para la consolidación fiscal.

Previsiones 2026 - 2027

Novedades en los supuestos que determinan el escenario fiscal

NOVEDADES



Se incluyen las medidas aprobadas en marzo de 2026 para **paliar los efectos de la Guerra en Oriente Medio** → se estima un coste medio mensual de 1.000 millones de euros vigente hasta junio de 2026 (entre 0,2 y 0,3 % del PIB).



España solicitó en abril de 2026 la **cláusula de escape para el gasto en defensa**, con efectos para el cálculo del gasto primario neto ya desde 2025 → 0,2 pp del PIB en 2025, 0,1 pp en 2026 y 0,2 pp en 2027 según AIREF.



Se incluye como one-off, las **medidas para paliar los efectos de las borrascas de principios de año** → coste estimado de 0,3 pp del PIB en 2026 y 0,1 pp en 2027.

SIN CAMBIOS:



Las previsiones se hacen en un **escenario sin cambios en la política fiscal**.



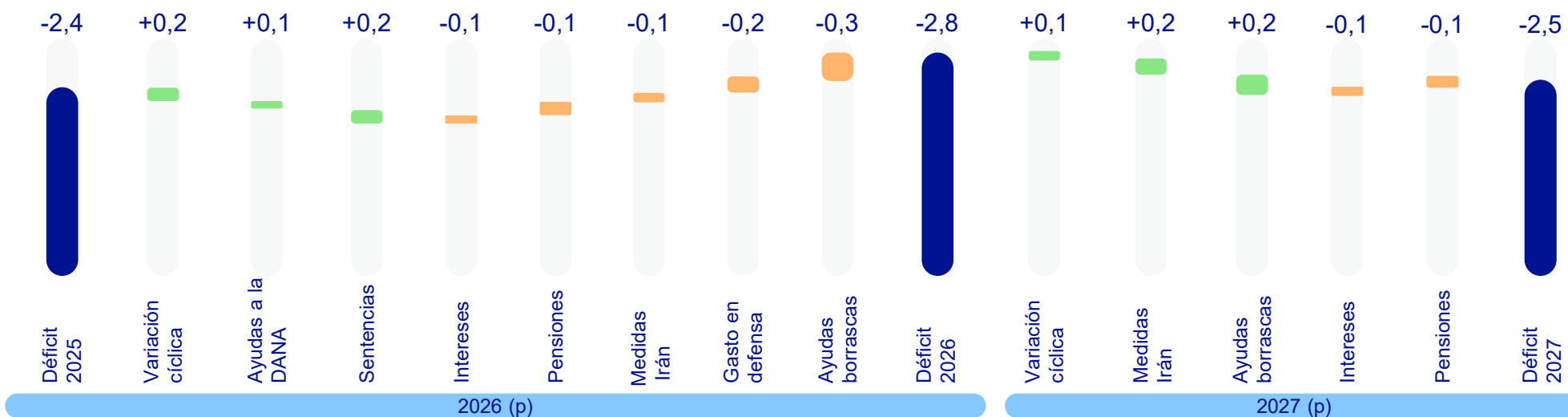
Se mantienen los supuestos sobre:

- **Gasto en defensa:** una parte del Plan de defensa tendrá también impacto en 2026 y 2027. El objetivo del 2 % se alcanzó en 2025, nivel que se mantendrá.
- Agotamiento de las ayudas de la **DANA** y otras medidas discrecionales.
- Se incluye el efecto de las **sentencias judiciales**.

Previsiones 2026 - 2027

La mejora prevista para 2027 compensará el deterioro observado en 2026

DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO (PORCENTAJE DEL PIB)



Nota: medidas aprobadas hasta el 26 de junio de 2026, (p) Previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda e INE.

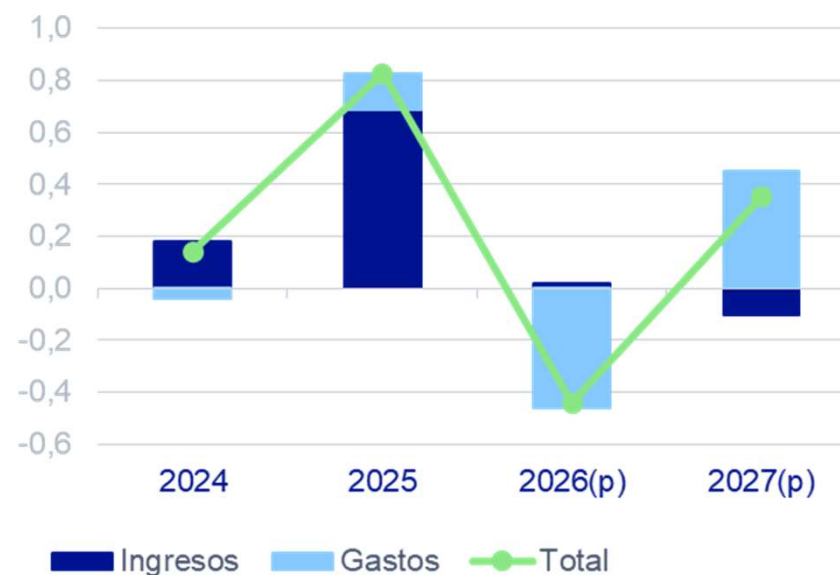
La fortaleza de la actividad (variación cíclica) y el menor impacto de los eventos extraordinarios reducirán el déficit de 2026, pero este efecto será más compensado por las nuevas medidas discrecionales y las presiones estructurales sobre el gasto. En 2027, la retirada de estas medidas permitirá una mejora del déficit, sin avances reales en el saldo estructural.

Previsiones 2026 – 2027

El dinamismo de los ingresos ya no será suficiente para reducir el déficit

- **El escenario previsto apunta a un práctico estancamiento del déficit.** La finalización del Plan de Recuperación dará lugar a una reducción simultánea de ingresos y gasto.
- En este contexto, **el crecimiento económico y los cambios normativos seguirán impulsando los ingresos tributarios y las cotizaciones sociales**, compensando la pérdida de recursos derivada del fin del Plan de Recuperación y de las medidas aprobadas para paliar los efectos del conflicto en Oriente Medio.
- De esta forma, la evolución de los ingresos **ya no será suficiente para absorber el aumento del gasto**, reforzado en 2026 tanto por las nuevas medidas temporales como por el crecimiento de las principales partidas estructurales.
- **En 2027, la retirada gradual de las medidas extraordinarias permitirá una moderada mejora del déficit**, aunque sin alterar la tendencia subyacente de las cuentas públicas.

CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO (PUNTOS PORCENTUALES DEL PIB)

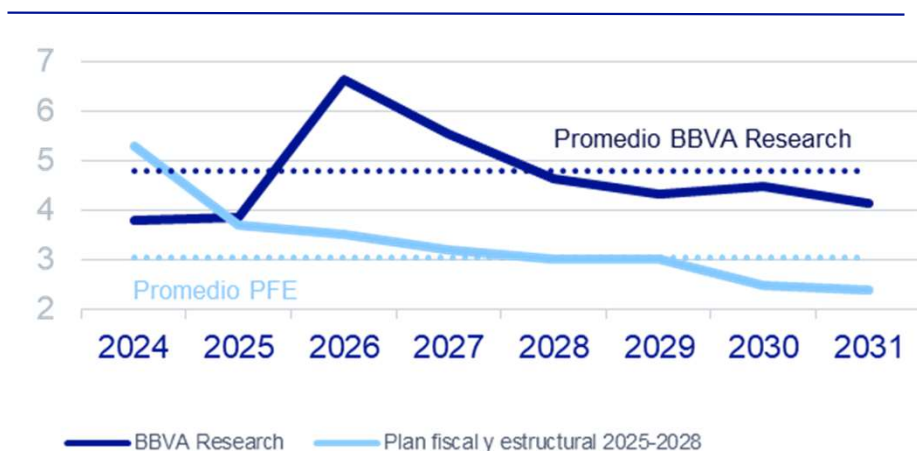


Nota: (+) Aumentan los ingresos, se reduce el gasto, disminuye el déficit; (-) caen los ingresos, crece el gasto, aumenta el déficit.
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda.

Previsiones 2025-2026

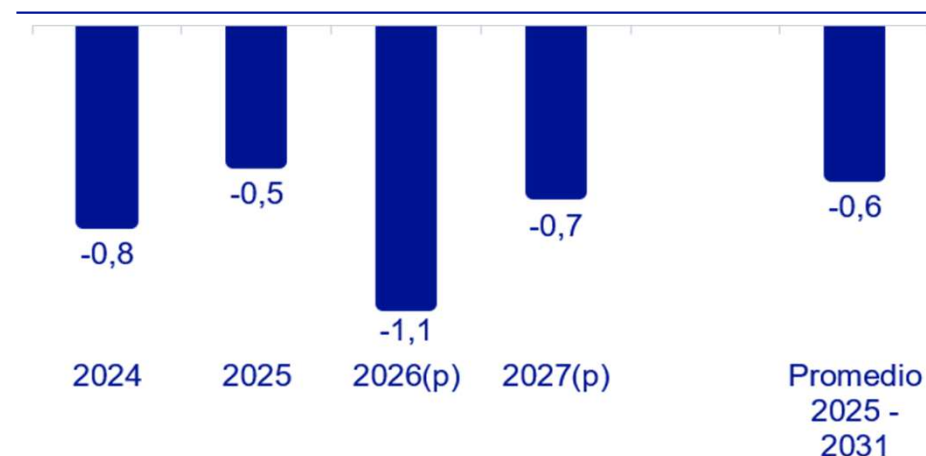
El cumplimiento de las reglas fiscales exigirá un mayor esfuerzo a medio plazo

SENDA DE CRECIMIENTO DEL GASTO PRIMARIO NETO (VARIACIÓN INTERANUAL, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda, INE y AIReF.

SALDO PRIMARIO AJUSTADO DE CICLO (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Ministerio de Hacienda.

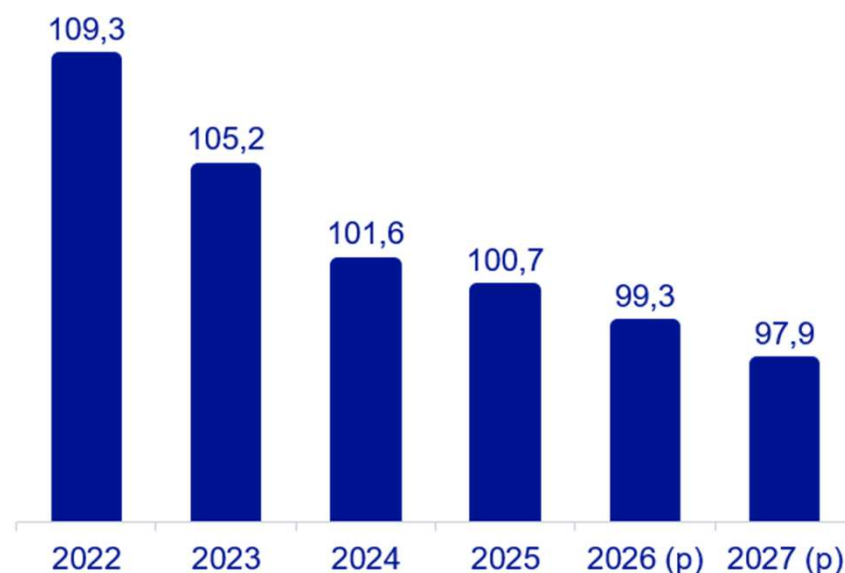
Este escenario implica un crecimiento del gasto primario neto superior al del Plan Fiscal y Estructural (4,8 % frente al 3,0 % promedio 2025-2031). La cláusula de escape para defensa y el margen acumulado en 2024 han permitido cumplir la regla de gasto en 2025. Sin embargo, las nuevas medidas discrecionales de 2026 agotarían el margen. Con estas previsiones, el saldo primario ajustado de ciclo permanecería en torno a un promedio del -0,5 % del PIB a partir de 2028, incumpliendo el ajuste requerido.

Previsiones 2026 – 2027

La reducción de la deuda pierde impulso

- **La ratio de deuda pública continuará reduciéndose durante el horizonte de previsión**, prolongando la senda descendente iniciada tras la pandemia y situándose por debajo del 100 % del PIB a partir de 2026.
- **Esta evolución seguirá apoyándose principalmente en el crecimiento nominal de la economía**, que continuará reduciendo el peso de la deuda sobre el PIB, más que en una mejora estructural de las cuentas públicas.
- No obstante, **el aumento del coste medio de financiación y las crecientes presiones sobre el gasto limitarán** progresivamente el efecto favorable del crecimiento sobre la dinámica de la deuda.
- En este contexto, **avanzar en la reducción de la deuda requerirá una mayor capacidad para generar superávits** primarios sostenidos y mantener una senda de disciplina fiscal compatible con las nuevas reglas europeas.

DEUDA PÚBLICA, SEGÚN PDE
(PORCENTAJE DEL PIB)



(p) Previsión
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

Retos de la política fiscal

España afronta una exigente reducción del déficit público, con necesidades crecientes de gasto

REGLAS FISCALES

Elevado nivel de deuda, indefinición del ajuste fiscal y rigidez del gasto.

Ajuste promedio anual del saldo primario estructural de 0,4 pp del PIB.

ENVEJECIMIENTO

Aumento del gasto en pensiones, sanidad y cuidados

+ 5 pp del PIB hasta 2070.

INVERSIÓN PÚBLICA

Se necesita impulsar la inversión de calidad: infraestructuras verdes o digitales, investigación y desarrollo, educación y sanidad, etc.

GASTO EN DEFENSA

Compromisos para incrementar el gasto en defensa.

Hasta el 3,5 % del PIB, en el Plan ReArm de la CE o del 5 % del PIB en la OTAN.

DESEQUILIBRIOS AUTONÓMICOS

Control de las posibles desviaciones fiscales de los gobiernos territoriales.

Condonación de la deuda autonómica.

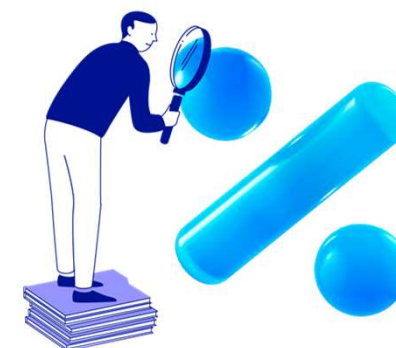
Reforma del sistema de financiación autonómica.

FRAGMENTACIÓN PARLAMENTARIA

Dificultad para alcanzar acuerdos estables, retrasando la toma de decisiones clave para la sostenibilidad de las cuentas públicas.

REFORMAS ESTRUCTURALES

Dirigidas a incrementar la productividad, y que aumenten las bases fiscales y mejoren la eficiencia del gasto público.



2. Junio 2026

Previsiones

Previsiones

AA. PP.: NECESIDAD DE FINANCIACIÓN* (% DEL PIB)

	2019	2024	2025	2026 (p)	2027 (p)
Remuneración de asalariados	10,7	10,8	10,8	10,8	11,0
Consumos intermedios	5,1	5,6	5,7	5,8	5,8
Intereses	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6
Prestaciones sociales	15,7	16,9	17,0	17,1	17,1
Transferencias sociales en especie	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6
Formación bruta de capital	2,2	2,7	2,9	3,1	2,9
Otros gastos	3,1	4,4	4,0	3,8	3,3
GASTOS NO FINANCIEROS	41,8	45,5	45,3	45,8	45,3
Impuestos sobre la producción	11,4	11,1	11,3	11,1	11,2
Impuestos sobre la renta, la riqueza, etc.	10,3	12,5	13,1	13,2	13,3
Cotizaciones sociales	12,8	13,2	13,3	13,4	13,5
Impuestos sobre el capital	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros ingresos	4,0	5,1	4,9	4,9	4,4
INGRESOS NO FINANCIEROS	39,0	42,3	42,9	43,0	42,9
NECESIDAD DE FINANCIACIÓN	-2,9	-3,2	-2,4	-2,8	-2,5
Saldo primario ajustado de ciclo	-1,3	-0,7	-0,5	-1,0	-0,7
Deuda PDE	97,7	101,6	100,7	99,3	97,9
PIB real	2,0	3,5	2,8	2,4	2,1
PIB nominal	3,4	6,4	5,8	5,7	4,7

* Excluidas las ayudas al sector financiero. (p) Previsión.

Fecha de cierre de las previsiones: 5 de junio de 2026.

Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España, Ministerio de Hacienda e INE.

3. Junio 2026

Anexo

Medidas contempladas en el escenario

MEDIDAS CONFLICTO EN ORIENTE MEDIO (RDL 7/2026, vigencia hasta el 30 de junio de 2026)

	€/mes	Millones €	% del PIB
1. Rebaja del IVA, del 21% al 10%, de la electricidad, el gas y los carburantes			
Carburantes	300	900	0,1
Electricidad (hasta 31 de mayo)	100	200	0,0
Gas, madera, pellets	100	300	0,0
2. Bajada del impuesto especial de la electricidad del 5,11% al 0,5%. (hasta 31 de mayo)	150	300	0,0
3. Suspensión temporal del impuesto a la producción eléctrica. Que está fijado en el 7%	250	750	0,0
4. Eliminación del impuesto especial a los hidrocarburos. Con la idea de reducir el precio final de gasolina y diésel	150	450	0,0
5. Recuperación de la deducción del 15% en el IRPF por la adquisición de vehículos electrificados			
	1.050	2.900	0,2

MEDIDAS PARA PALIAR LOS EFECTOS DE LAS BORRASCAS DE PRINCIPIOS DE 2026

	Millones €	% del PIB
Total anunciado	7.000	0,4
Fondo extraordinario para las entidades locales	2.000	0,1
Ayudas a los sectores de la agricultura, ganadería y pesca	2.800	0,2
Ayudas a hogares y daños personales		
ERTE por fuerza mayor		
Exenciones y reducciones en el IBI, IAE, aplazamientos tributarios, etc.		

Medidas contempladas en el escenario

MEDIDAS PARA PALIAR LOS EFECTOS DE LA DANA

	2024		2025		2026	
	Mill. €	% PIB	Mill. €	% PIB	Mill. €	% PIB
MEDIDAS DEL GOBIERNO CENTRAL + CC. LL.						
ERTE+CESE ACTIVIDAD Y PROTECCIÓN EMPLEO	86	0,0	75	0,0	0	0,0
AYUDAS DIRECTAS A FAMILIAS Y EMPRESAS	275	0,0	160	0,0	0	0,0
TEJIDO PRODUCTIVO E INFRAESTRUCTURAS	250	0,0	1.826	0,1	951	0,1
APLAZAMIENTOS Y EXENCIONES TRIBUTARIAS	0	0,0	93	0,0	0	0,0
LÍNEAS ICO-DANA	2	0,0	5	0,0	0	0,0
INDEMNIZACIONES CSS	4.720	0,3	0	0,3	0	0,0
OTRAS LÍNEAS DE FINANCIACIÓN	0	0,0	0	0,0	0	0,0
TOTAL AGE	5.333	0,3	2.159	0,1	951	0,1
MEDIDAS GENERALITAT VALENCIANA						
INVERSIÓN E INFRAESTRUCTURAS	100	0,0	515	0,0	353	0,0
AYUDAS A HOGARES Y EMPRESAS	225	0,0	880	0,1	959	0,0
DEDUCCIONES Y BONIFICACIONES IMPOSITIVAS	20	0,0	1	0,0	-10	0,0
TOTAL GENERALITAT	345	0,0	1.396	0,1	1.002	0,1
TOTAL MEDIDAS	5.678	0,4	3.555	0,2	1.953	0,1
CON IMPACTO EN DÉFICIT	5.676	0,4	3.550	0,2	1.953	0,1
SIN IMPACTO EN DÉFICIT	2	0,0	5	0,0	0	0,0

Medidas contempladas en el escenario

IMPACTO DE LAS MEDIDAS PARA PALIAR LOS EFECTOS DE LA GUERRA EN UCRANIA Y OTRAS MEDIDAS COMPLEMENTARIAS

	2022		2023		2024		2025		2026	
	Millones €	% PIB	Millones €	% PIB	Millones €	% PIB	Millones €	% PIB	Millones €	% PIB
Rebajas impositivas	-6.636	-0,5	-8.303	-0,5	-3.706	-0,1	-200	0,0	-200	0,0
Rebaja fiscalidad electricidad	-6.417	-0,5	-6.327	-0,4	-1550	-0,1	0	0,0	0	0,0
Rebaja tipo IVA gas	-219	0,0	-526	-0,0	-200	0,0	0	0,0	0	0,0
Rebaja tipo IVA de los alimentos básicos	0	0,0	-1.450	-0,1	-1500	0,0	0	0,0	0	0,0
Rebaja tipo IVA del aceite de oliva	0	0,0	0	0,0	-250	0,0	200	0,0	200	0,0
Rebaja tipo IVA aceites, semillas y pastas	0	0,0	0	0,0	-206	0,0	0	0,0	0	0,0
Medidas de gasto	8.850	0,6	6.697	0,5	2.600	0,2	1.200	0,1	1.200	0,1
Bonificación del carburante	-150	0,0	1.000	0,1	100	0,0	-0	0,0	0	0,0
Asunción del déficit de las tarifas de último recurso (TUR) de gas	2.500	0,2	1.000	0,1	700	0,0	0	0,0	0	0,0
Ayudas a sectores	5.800	0,4	1.850	0,1	300	0,0	0	0,0	0	0,0
Ayudas a las familias	0	0,0	2.680	0,2	1.500	0,1	1.200	0,1	1.200	0,1
Ayuda a refugiados de Ucrania	700	0,1	167	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
TOTAL	-15.486	-1,1	-15.000	-1,0	5.606	0,4	1.400	0,1	1.400	0,1
OTRAS MEDIDAS COMPLEMENTARIAS DE INGRESOS										
IRPF: subida tipos base del ahorro + incremento reducción rendimientos del trabajo	0	0,0	0	0,0	0	0,0	200	0,0	200	0,0
Sociedades: limitación en la consolidación de pérdidas	0	0,0	1.100	0,1	-1.700	-0,2	0	0,0	1.900	0,1
Impuesto mínimo complementario para Sociedades	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	2.200	0,1
Impuesto temporal de solidaridad sobre grandes fortunas / Patrimonio	0	0,0	623	0,0	623	0,0	623	0,0	6230	0,0
Impuesto especial sobre los productos de plástico de un solo uso	0	0,0	591	0,0	500	0,0	550	0,0	550	0,0
Impuesto especial sobre productos relacionados con el tabaco	0	0,0	0	0,0	0	0,0	500	0,0	500	0,0
Impuesto sobre el margen de intereses y comisiones de entidades de crédito	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1.700	0,1	1.700	0,1
Gravamen temporal sobre entidades de crédito y establecimientos financieros	0	0,0	1.144	0,1	1.695	0,1	0	0,0	0	0,0
Gravamen temporal energético	0	0,0	1.645	0,1	1.164	0,1	0	0,0	0	0,0
TOTAL	0	0,0	5.103	0,3	2.282	0,1	3.373	0,2	7.473	0,4
Aplicación del Mecanismo de Equidad Intergeneracional	0	0,0	2.687	0,2	3.673	0,2	4.375	0,3	5.122	0,3
Cuota de solidaridad cotizaciones sociales	0	0,0	0	0,0	0	0,0	369	0,0	463	0,0

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda, AIReF e INE.

Medidas contempladas en el escenario

IMPACTO DE VARIAS SENTENCIAS JUDICIALES DESFAVORABLES

	2024			2025		2026	
	Ingresos	Gastos	% PIB	Millones €	% PIB	Millones €	% PIB
Mutualistas IRPF	985	4.053	0,3				
Compensación BI(-) IS	1.696	1.352	0,2	1.050	0,1		
Instituciones de Inversión Colectiva en el IRNR *		244	0,0	244	0,0	244	0,0
Bonos social eléctrico		448	0,0				
Telefonía móvil		485	0,0	429	0,0	429	0,0
Complemento paternidad varones		1.108	0,1	352	0,0	0	0,0
Mutualistas IRPF - Navarra	8	100	0,0				
Mutualidades IRPF - Haciendas forales		790	0,0				
Fondo de comercio inversiones extranjeras IS				1.250			
Total	2.689	8.580	0,7	3.325	0,2	673	0,0

*: Impuesto sobre la renta de no residentes.

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda, AIReF e INE.

Aviso legal

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

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 presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones 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.

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.

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 en su sitio web www.bbvaresearch.com.

BBVA
Research